IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 368 | MAYO 2013

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Mercado de bonos de Estados Unidos: la visión de Bernanke

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Una recuperación a tres velocidades

UNIÓN EUROPEA
Riqueza de los hogares por países: grandes diferencias y algunos motivos

ECONOMÍA ESPAÑOLA
España: diversifica y exportarás

DOSSIER: PIB potencial, un concepto clave pero difuso

PIB potencial y brecha de producción: ¿qué miden y de qué dependen?

¿Cómo se estima el PIB potencial?

Output gap, GPS y otras guías falibles

España después de la recesión: ¿a qué ritmo puede crecer?

www.lacaixaresearch.com

"la Caixa"

INFORME MENSUAL
Mayo 2013

"la Caixa"
ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.lacaixaresearch.com

Correo electrónico:
Para consultas relativas
al *Informe Mensual*:
informemensual@lacaixa.es

Para subscripciones (altas, bajas...):
publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:
30 de abril de 2013

Área de Estudios y Análisis Económico

- Jordi Gual
  Economista Jefe
- Oriol Aspachs
  Director de Economía Europea
- Enric Fernández
  Director de Análisis Económico
- Avelino Hernández
  Director de Mercados Financieros
- Marta Noguer
  Directora de Economía Internacional

ÍNDICE

1 EDITORIAL

2 RESUMEN EJECUTIVO

4 PREVISIONES

6 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Mercado de bonos de Estados Unidos: la visión de Bernanke*

10 *Mercado de repos: lento pero seguro*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *Una recuperación a tres velocidades*

16 *China: cambio de modelo*

18 UNIÓN EUROPEA

21 *La Unión Europea en busca del equilibrio perdido*

22 *Riqueza de los hogares por países: grandes diferencias y algunos motivos*

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

27 *Financiación empresarial: menor endeudamiento y más diversificación*

28 *España: diversifica y exportarás*

29 *El ritmo de consolidación fiscal se relaja, el esfuerzo no*

32 DOSSIER: PIB POTENCIAL, UN CONCEPTO CLAVE PERO DIFUSO

32 *PIB potencial y brecha de producción: ¿qué miden y de qué dependen?*
Enric Fernández

34 *¿Cómo se estima el PIB potencial?*
Clàudia Canals

36 Output gap, *GPS y otras guías falibles*
Marta Noguer

38 *España después de la recesión: ¿a qué ritmo puede crecer?*
Oriol Aspachs

EDITORIAL

PIB POTENCIAL, UN CONCEPTO CLAVE PERO DIFUSO

Con este número de mayo de 2013, el *Informe Mensual* de "la Caixa" inicia una nueva andadura tras más de 33 años de ininterrumpida presencia como observatorio fiel de la realidad económica española e internacional.

En esta nueva etapa, el *Informe Mensual* (IM) cambia en fondo y forma para tratar de ofrecer a la sociedad un mejor servicio, adecuado a las necesidades del momento en cuanto a contenidos, y a las potencialidades de los nuevos medios de comunicación en cuanto al continente.

El nuevo IM refuerza el análisis del entorno económico, examinando cada mes en los Focus algunas de las cuestiones más candentes. Los Focus pretenden ilustrar y discutir con cierto detalle temas algo más especializados, pero importantes, que complementan el examen de la evolución de las principales magnitudes económicas y financieras y la presentación de las perspectivas económicas.

El análisis de la coyuntura es ahora más sintético. Mediante el tratamiento tipográfico de los encabezados se permite una lectura rápida de estas secciones y los ladillos, que cumplían esta función anteriormente, se utilizan ahora para incrementar el uso de gráficos, siguiendo la conocida máxima de que en muchas ocasiones una imagen vale más que mil palabras.

A los cambios de fondo les acompaña un nuevo formato del Informe. Su nueva estructura, más modular, tiene como objetivo facilitar la lectura de fragmentos sueltos sin sacrificar su unidad global.

Esta nueva forma ha de permitir, en un futuro muy próximo, que la publicación en papel y simultáneamente en formato digital sea más ágil y flexible, facilitando así el uso de la publicación en su versión digital. La modularidad es, en este sentido, la clave.

En la elaboración del IM, la elección del tema del Dossier es siempre una cuestión determinante. Para este número, que es muy singular, el tema elegido es especialmente apropiado y oportuno: el concepto de PIB potencial, las dificultades para medirlo correctamente, y su impacto en el diseño y la ejecución de las políticas económicas.

En esta ocasión, este Editorial no dispone ya de espacio para delinear o resumir las principales ideas que se desgranan en el Dossier. No puedo hacer mucho más que recomendar su lectura. Tal vez, a modo de conclusión, sí merece la pena reseñar dos ideas centrales que a mí me han sugerido los artículos.

La primera es que, en el marco de las enormes dificultades generadas por la crisis económica, es importante no perder de vista aquellos factores que determinan el potencial de crecimiento de una economía. No hay mejor manera de orientar correctamente las imprescindibles reformas que se deben adoptar en el corto plazo que teniendo bien presentes los objetivos últimos de la política económica y social, y los factores clave que a largo plazo generan bienestar y progreso.

La segunda es una nota de humildad que debemos entonar, una vez más, los economistas. El concepto de PIB potencial tiene enormes repercusiones en política económica, tanto en la determinación del margen de que disponen las políticas fiscales y monetarias para adoptar un tono más expansivo, como para juzgar la naturaleza —estructural o cíclica— de los desequilibrios presupuestarios.

Por desgracia, como muestran los artículos de este Dossier, a pesar de los muchos esfuerzos de varias generaciones de economistas, continuamos teniendo medidas muy imprecisas de un concepto tan trascendental. Por lo que, en términos prácticos, toda prudencia es poca y bien hará el gestor de la *res* pública en complementar el examen de los grandes agregados macroeconómicos (PIB, PIB potencial, brecha de producción) con una buena dosis de sentido común y el conocimiento cercano de la realidad.

Jordi Gual
Economista Jefe
30 de abril de 2013

RESUMEN EJECUTIVO

CONTRA LAS DUDAS, MÁS MUNICIÓN MONETARIA Y FISCAL

Las dudas sobre el crecimiento económico global han vuelto a escena. Los últimos indicadores de actividad han sorprendido a la baja, dando argumentos para cuestionar, de nuevo, la solidez de los pilares sobre los que se asienta el proceso de recuperación. Siguiendo la tónica de los últimos años, la respuesta de política económica no se ha hecho esperar. El goteo de anuncios de nuevas medidas de estímulo ha vuelto a ser constante en los últimos meses. En la confianza de su efectividad, y en que se seguirá apoyando la economía si es necesario, descansa la creencia de que el bache será pasajero.

El Banco de Japón responde poniendo en marcha su propia revolución monetaria: pretende llevar la base monetaria del 29% al 57% del PIB. La primera consecuencia de esta expansión monetaria ha sido la depreciación del yen, acompañada de una importante revalorización bursátil. Los efectos, sin embargo, se están notando más allá de la economía nipona. El descenso de las *yields* de la deuda pública europea es, en parte, resultado de la anticipación de unas condiciones monetarias globales más laxas.

El BCE y la Fed continúan activos. El BCE se debate desde hace meses entre bajar o no el tipo de interés de referencia, una decisión que, de llevarse a cabo, tendrá una escasa repercusión sobre la economía real, ya que el recorrido a la baja de los tipos de interés libres de riesgo a corto y medio plazo es escaso. Mucho más relevantes son las medidas que está estudiando, y que debe tomar pronto, para acabar con la fragmentación financiera en la eurozona, que se visualiza sobre todo en las distintas condiciones crediticias que sufren las pymes en función del país en el que operan. La Fed, por su parte, continua pendiente del ritmo al que se está recuperando la economía estadounidense para, si es necesario, acelerar el programa de compra de activos.

La política fiscal europea recalibra el rumbo. EE. UU. y Japón ya habían seguido una aproximación más laxa desde el principio de la crisis, pero la lentitud con la que avanza el proceso de recuperación en el viejo continente ha convencido a Bruselas de que es mejor suavizar las medidas de consolidación fiscal. España es el ejemplo más claro: el nuevo objetivo de déficit público para 2013 se ha fijado finalmente en el 6,3%, 3,3 puntos porcentuales por encima del objetivo fijado en el Programa de Estabilidad del pasado año. Además, se ha ampliado hasta 2015 el margen de tiempo para situar el déficit por debajo del 3%. Este no es el único caso. A Portugal, por ejemplo, también se le ha concedido 2 años más para rebajar el déficit por debajo del 3%, y a Francia se le ha dado un año adicional de margen. La recaída de la eurozona obedece, en gran medida, a la desafortunada gestión de la crisis de deuda soberana y a los lentos avances en el proceso de integración europea. Por lo tanto, que se afiance o no la recuperación económica depende, en el fondo, del progreso que se haga en materias como la unión bancaria o la unión fiscal en los próximos meses. De todas formas, una menor presión sobre las finanzas públicas ayudará a hacer el proceso más llevadero.

Los emergentes están preparados para actuar si es necesario. Las bolsas de los principales países emergentes, carentes de pulso, la caída del precio del petróleo y la de los principales índices de materias primas han hecho dudar de la sostenibilidad del ritmo de crecimiento actual. De todas formas, interpretamos el descenso de cotizaciones reciente como un episodio puntual que obedece no solo a los flojos datos de crecimiento global, sino también a factores transitorios como el cierre de posiciones especulativas. También es importante distinguir entre la situación económica que atraviesan los distintos países. La robustez del crecimiento que presenta China poco tiene que ver con la desaceleración que padecen la India, Rusia y Brasil. En estos países, además, la inflación dista de estar controlada. De todas formas, los principales países emergentes disponen de margen suficiente para implementar políticas de estímulo económico. De hecho, ya se han empezado a aplicar medidas expansivas, combinando las monetarias con las fiscales según las circunstancias. Este factor, junto con la continuidad de las reformas estructurales y el bajo nivel de endeudamiento público y privado, hace pensar que la reactivación económica en el mundo emergente no tardará en llegar.

La implementación de la agenda de reformas estructurales es la principal garantía de crecimiento a largo plazo. En los países desarrollados, las medidas fiscales y monetarias que se están aplicando ayudan a hacer más digerible el proceso de corrección de los desequilibrios generados durante la última década. Sin embargo, una política monetaria o fiscal más o menos laxa no asegura un buen ritmo de crecimiento a largo plazo. Los estímulos anunciados hasta la fecha, y el compromiso de seguir actuando si es necesario, proporcionan un espacio de tiempo que debe ser suficiente para llevar a cabo una agenda de reformas estructurales ambiciosa. Confiamos en que se implementará.

Cronología

NOVIEMBRE 2012

26 El Eurogrupo acuerda desbloquear 43.700 millones de euros de **ayudas para Grecia** y toma medidas para garantizar la sostenibilidad de la deuda con la mejora de las condiciones de los préstamos y la recompra de bonos.

DICIEMBRE 2012

13 La **Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb)** amplía su capital con una contribución mayoritaria por parte de socios privados.
El Consejo Europeo aprueba la creación del **Mecanismo Único de Supervisión** para el sector bancario.

ENERO 2013

25 El Gobierno aprueba el Anteproyecto de Ley de Garantía de la Unidad de Mercado, que establece una **licencia única** para comercializar bienes y servicios en toda España.

FEBRERO 2013

22 El Gobierno aprueba un decreto ley de medidas de **apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo**. El decreto ley incluye medidas para incrementar la competencia en los sectores de hidrocarburos y ferroviario.

MARZO 2013

25 El Eurogrupo y el Gobierno chipriota acuerdan el **programa de asistencia financiera a Chipre**. La troika desembolsará un máximo de 10.000 millones de euros. Además, los accionistas, los depósitos bancarios mayores a 100.000 euros y los bonistas asumirán parte de los costes de recapitalización.

ABRIL 2013

19 El Gobierno aprueba **la reforma de la ley hipotecaria** que introduce modificaciones en el proceso de ejecución de las hipotecas impagadas.
26 El Gobierno presenta el Programa de Estabilidad 2013-2016 con una **relajación de la senda de consolidación fiscal**.

Agenda

MAYO 2013

1 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
2 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
6 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
9 Índice de producción industrial (marzo).
14 IPC (abril).
16 IPC armonizado de la UE (abril).
20 Comercio exterior (marzo).
24 Precios industriales (abril).
28 Ingresos y gastos del Estado (abril).
30 Avance IPC (mayo).
Contabilidad Nacional Trimestral (primer trimestre).
31 Balanza de pagos (marzo).

JUNIO 2013

4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
7 Índice de producción industrial (abril).
10 Coste laboral (primer trimestre).
12 IPC (mayo).
14 IPC armonizado de la UE (mayo).
19 Comercio exterior (abril).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
25 Precios industriales (mayo).
27 Avance IPC (junio).
28 Balanza de pagos (abril).
Ingresos y gastos del Estado (mayo).

PREVISIONES

% de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

Economía internacional

	2012	2013	2014	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013
CRECIMIENTO DEL PIB									
Mundial	3,2	3,3	4,1	3,1	2,9	2,9	3,2	3,4	3,7
Países desarrollados									
Estados Unidos	2,2	2,0	2,8	2,6	1,7	1,8	2,0	1,8	2,2
Eurozona	–0,5	–0,4	1,0	–0,7	–0,9	–0,9	–0,7	–0,4	0,5
Alemania	0,9	0,5	2,0	0,9	0,4	0,1	0,2	0,4	1,4
Francia	0,0	–0,1	0,8	0,0	–0,3	–0,3	–0,1	–0,1	0,4
Italia	–2,4	–1,3	0,5	–2,6	–2,8	–2,1	–1,4	–1,3	–0,2
España	–1,4	–1,4	0,8	–1,6	–1,9	–2,0	–1,8	–1,4	–0,5
Japón	2,0	1,4	1,9	0,4	0,4	–0,3	0,6	2,3	2,9
Reino Unido	0,0	0,8	1,4	0,0	0,0	0,6	1,2	0,5	1,1
Países emergentes									
Rusia	3,6	2,6	3,6	3,3	2,4	1,4	2,4	3,2	3,5
China	7,8	7,9	8,4	7,4	7,9	7,7	7,8	7,9	8,0
India	5,1	5,0	6,2	5,1	4,5	4,5	4,2	5,1	6,4
Brasil	0,9	2,5	3,4	0,8	2,0	2,4	2,8	3,0	3,1
México	3,9	3,5	3,7	3,3	3,3	2,9	3,2	3,8	4,2
Polonia	2,0	1,7	2,8	1,7	0,7	0,6	1,1	2,0	2,9
Turquía	2,3	3,8	5,6	1,6	1,4	2,0	3,2	4,6	5,5
INFLACIÓN									
Mundial	3,7	3,3	3,5	3,6	3,6	3,3	3,3	3,4	3,4
Países desarrollados									
Estados Unidos	2,1	1,9	2,0	1,7	1,9	1,7	1,9	2,1	2,0
Eurozona	2,5	1,5	1,6	2,5	2,3	1,8	1,4	1,4	1,5
Alemania	2,1	1,6	1,7	2,1	2,0	1,8	1,4	1,5	1,7
Francia	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	1,2	1,1	1,2	1,3
Italia	3,3	1,7	1,8	3,4	2,7	2,1	1,4	1,6	1,8
España	2,4	1,9	1,6	2,8	3,1	2,6	2,1	1,5	1,3
Japón	0,0	–0,2	2,6	–0,3	–0,2	–0,6	–0,6	0,0	0,2
Reino Unido	2,8	2,8	2,4	2,4	2,7	2,8	2,9	2,8	2,6
Países emergentes									
Rusia	5,0	6,2	4,8	6,0	6,5	7,1	6,5	5,8	5,4
China	2,7	3,0	3,2	1,9	2,1	2,4	2,8	3,3	3,4
India (*)	7,5	6,4	5,9	7,9	7,3	6,7	6,5	6,2	6,2
Brasil	5,4	6,0	5,6	5,2	5,6	6,4	6,1	5,9	5,8
México	4,1	3,9	3,6	4,6	4,1	4,1	4,0	3,8	3,7
Polonia	3,7	1,6	2,4	3,9	3,0	1,6	1,5	1,6	1,7
Turquía	8,9	6,9	6,5	9,0	6,8	7,2	7,0	6,7	6,5

Nota: *(*) Datos de venta al por mayor.*

Previsiones

Economía española

	2012	2013	2014	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	–2,2	–2,7	0,1	–2,1	–3,0	–3,9	–3,1	–2,8	–1,0
Consumo de las AA. PP.	–3,7	–5,1	–2,2	–4,0	–4,1	–4,9	–6,0	–4,4	–4,9
Formación bruta de capital fijo	–9,1	–6,9	–1,0	–9,7	–10,3	–9,3	–7,4	–7,1	–3,8
Bienes de equipo	–6,7	–4,6	1,8	–7,0	–7,9	–7,1	–5,5	–5,6	–0,1
Construcción	–11,5	–8,1	–2,4	–12,4	–12,3	–10,8	–8,6	–7,6	–5,6
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	–3,9	–3,9	–0,6	–4,0	–4,6	–5,2	–4,5	–3,9	–2,2
Exportación de bienes y servicios	3,0	3,9	4,2	4,2	3,2	6,2	5,2	1,1	3,1
Importación de bienes y servicios	–5,0	–4,1	0,4	–3,4	–5,4	–4,2	–3,5	–6,6	–2,2
Producto interior bruto	**–1,4**	**–1,4**	**0,8**	**–1,6**	**–1,9**	**–2,0**	**–1,8**	**–1,4**	**–0,5**
Otras variables									
Empleo	–4,4	–3,2	0,3	–4,6	–4,7	–4,0	–4,0	–2,8	–2,1
Tasa de paro (% pobl. activa)	25,0	26,7	25,9	25,0	26,0	27,2	26,6	26,2	26,7
Índice de precios de consumo	2,4	1,9	1,6	2,8	3,1	2,6	2,1	1,5	1,3
Costes laborales unitarios	–3,4	–2,9	–0,5	–2,9	–5,8	–4,8	–3,9	–2,2	–0,8
Saldo op. corrientes (% PIB)	–0,8	1,0	1,9	–2,2	–0,8	–0,5	0,2	0,6	1,0
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–0,2	1,5	2,4	–1,7	–0,2	0,0	0,7	1,1	1,5
Saldo público (% PIB)	–10,6	–6,3	–5,5	–10,0	–10,6				

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS									
Dólar									
Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	0,43	0,33	0,47	0,42	0,32	0,29	0,30	0,34	0,38
Líbor 12 meses	1,01	0,83	1,06	1,04	0,88	0,77	0,75	0,85	0,95
Deuda pública 2 años	0,27	0,30	0,46	0,26	0,27	0,26	0,27	0,31	0,36
Deuda pública 10 años	1,78	1,89	2,42	1,62	1,69	1,93	1,75	1,86	2,03
Euro									
Repo BCE	0,88	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Euríbor 3 meses	0,57	0,21	0,39	0,36	0,20	0,21	0,21	0,21	0,21
Euríbor 12 meses	1,11	0,55	0,74	0,89	0,60	0,57	0,53	0,54	0,55
Deuda pública 2 años alemana	0,08	0,13	0,58	–0,01	0,01	0,11	0,04	0,14	0,23
Deuda pública 10 años alemana	1,55	1,55	2,33	1,42	1,42	1,51	1,32	1,55	1,81
TIPOS DE CAMBIO									
$/euro	1,29	1,31	1,33	1,25	1,30	1,32	1,31	1,31	1,32
¥/euro	102,71	127,07	136,13	98,44	105,44	121,84	126,60	128,64	131,21
£/euro	0,81	0,86	0,85	0,79	0,81	0,85	0,86	0,86	0,85
PETRÓLEO									
Dólares por barril Brent	111,38	105,41	108,46	109,19	109,52	112,23	100,92	103,13	105,34
Euros por barril Brent	86,61	80,21	81,54	87,21	84,40	85,03	77,33	78,57	79,89

Previsiones

MERCADOS FINANCIEROS

La racha de sorpresas negativas en los indicadores económicos internacionales ha dejado huella en los mercados durante las últimas semanas. Las cotizaciones de las materias primas han salido particularmente mal paradas. Las bolsas se han mostrado débiles, bien es cierto que algunas sin alejarse de la zona de máximos cíclicos (como la de EE. UU.), pero otras desfalleciendo desde cotas ya de por sí deprimidas (por ejemplo, la española). Los tipos de interés monetarios y las *yields* de la deuda pública han descendido tanto en EE. UU. como en la eurozona (incluyendo los países periféricos).

En EE. UU., la reaparición del fantasma de la recaída recuerda la pauta de los últimos tres años: impulsos monetarios agresivos, esperanza de reactivación, mejora incipiente, debate sobre la estrategia de salida para la Reserva Federal, decepciones de crecimiento, y nuevos estímulos. Afortunadamente, en esta ocasión hay razones poderosas para pensar que los datos recientes obedecen a un bache pasajero y que la economía norteamericana mantendrá su velocidad de crucero. Además, posiblemente este episodio servirá para que la Fed se reafirme en su idea de que más vale pecar por exceso que por defecto en cuanto a los estímulos. Bajo este escenario, los retrocesos de la bolsa no son sino una corrección transitoria y las *yields* de la deuda pública seguirán en la zona de mínimos históricos durante una larga temporada.

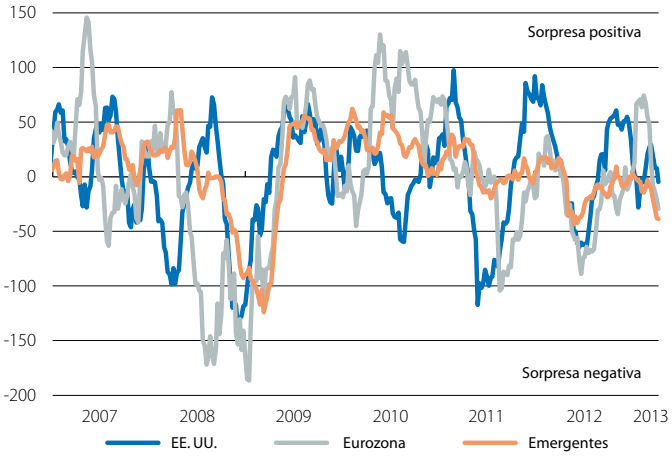
La actuación del Banco de Japón constituye otro factor clave. El proceso de gestación de su ambicioso programa de expansión cuantitativa ya se ha dejado sentir en los mercados de divisas y bonos (contribuyendo al descenso de las *yields* en el conjunto de países). Tras el «visto bueno» recibido en la reunión del G-20, cabe esperar una implementación contundente que prolongue los efectos reflacionistas, no solo sobre el propio Japón (continuidad de las tendencias de yen a la baja y Nikkei al alza) sino con alcance global.

El panorama en los países emergentes presenta claroscuros y es rico en matices. Las dificultades que están encontrando para controlar la inflación, relanzar el crecimiento y convertirse en el motor de la economía internacional se mezclan con algunas dudas sobre su verdadero potencial de largo plazo, particularmente en los BRIC. Ello se refleja en unas bolsas carentes de pulso pero unos mercados de deuda vigorosos. Las autoridades ya han empezado a aplicar medidas expansivas, combinando las monetarias con las fiscales según las circunstancias. El amplio margen existente en este ámbito, junto con la continuidad de las reformas estructurales y el bajo nivel de endeudamiento público y privado hacen pensar que la reactivación económica no tardará en llegar. Las bolsas y las divisas saldrán beneficiadas (con un papel destacado para la apreciación del yuan chino).

La eurozona sigue constituyendo el eslabón más débil. En este caso parecen más justificadas las dudas sobre la capacidad de crecimiento, tanto respecto al corto como al largo plazo. Este es el motivo del mal comportamiento relativo de las bolsas europeas,

Índice de sorpresas económicas

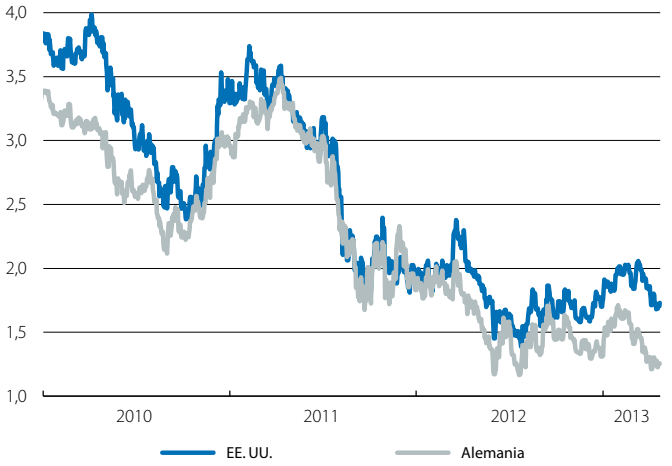
Número de desviaciones estándar de las condiciones financieras actuales normalizadas con la media del periodo enero 1999-junio 2008



Fuentes: *Bloomberg y Citigroup.*

EE. UU. y Alemania: yields *de la deuda pública a 10 años*

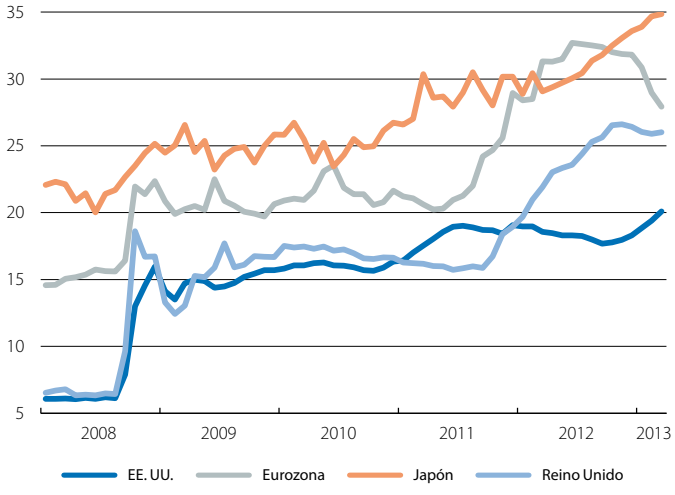
(%)



Fuente: *Bloomberg.*

Balances de los principales bancos centrales

Total de activos (% del PIB)



Fuente: *Bloomberg.*

que han seguido perdiendo terreno respecto a las de EE. UU. y Japón. No obstante, hay motivos para esperar un mejor comportamiento en adelante. Los riesgos de cola se han reducido de manera convincente. Por un lado, el compromiso político para reforzar la UEM parece firme, como atestiguan los avances que se van dando para completar el marco institucional y consolidar la gobernanza económica común. Por otro, la presencia del MEDE y del programa OMT del BCE está evitando las espirales vendedoras en los mercados de bonos soberanos, que tanto daño infligieron durante 2010-2012. La calma que ha imperado durante la crisis chipriota y el *impasse* político en Italia así lo indica.

La política económica se reorienta, aunque sea tímidamente, hacia la expansión. En materia fiscal, todo indica que el calendario de reducción del déficit público se va a suavizar en numerosos países. En cuanto al BCE, en los mercados se rumorea con la posibilidad de medidas tanto en el ámbito de los tipos de interés oficiales como en el no convencional. La probabilidad de un recorte de tipos ha crecido y también es factible que se ponga en marcha algún mecanismo encaminado a facilitar la financiación de las pymes, especialmente en los países periféricos.

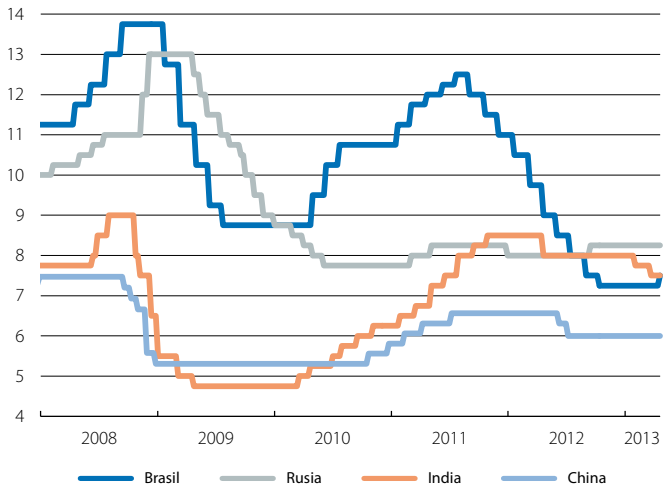
La normalización del sector bancario es una asignatura pendiente. Por desgracia, algunas actuaciones de las autoridades políticas han incidido negativamente. En concreto, con motivo del rescate de Chipre se destapó de forma intempestiva y desordenada el debate sobre el tratamiento que recibirán los depósitos, los bonos y el resto de pasivos bancarios en futuras crisis. No fue un buen momento para ello, dada la hipersensibilidad que todavía existe sobre esta cuestión entre el público y los inversores. La consecuencia fue un castigo notable sobre los bonos y las acciones de los bancos, que poco a poco tiende a corregirse. Aparte del efecto directo derivado del elevado peso de este sector en los índices de ambas clases de activos, es importante el efecto indirecto a través del papel central que juega el sistema bancario en la financiación de la economía de la eurozona, con las consiguientes repercusiones macroeconómicas.

Es de esperar que las autoridades extremen la sensatez de cara a las próximas citas en el ámbito bancario. Las negociaciones para el diseño y puesta en marcha de los distintos elementos de la unión bancaria constituyen el eje central. No obstante, hay dos elementos adyacentes importantes: las pruebas de estrés previas a la entrada en vigor del supervisor único y el probable rescate de Eslovenia. Resultados satisfactorios en estos frentes contribuirán a combatir la fragmentación financiera, facilitar la financiación del sector privado y, a fin de cuentas, contribuir a la salida de la recesión.

Esta eventual mejora de las condiciones en la eurozona sería de gran ayuda para los mercados financieros españoles. La percepción internacional sobre la solvencia del soberano ha ido mejorando, como ponen de manifiesto la notable reducción de la prima de riesgo de la deuda pública y el aumento de las tenencias por parte de extranjeros. Sin embargo, todavía hay mucho escepticismo sobre la capacidad para volver a una senda de crecimiento sostenible. Esto pesa sobre la bolsa, con es-

Países emergentes: tipos de interés oficiales

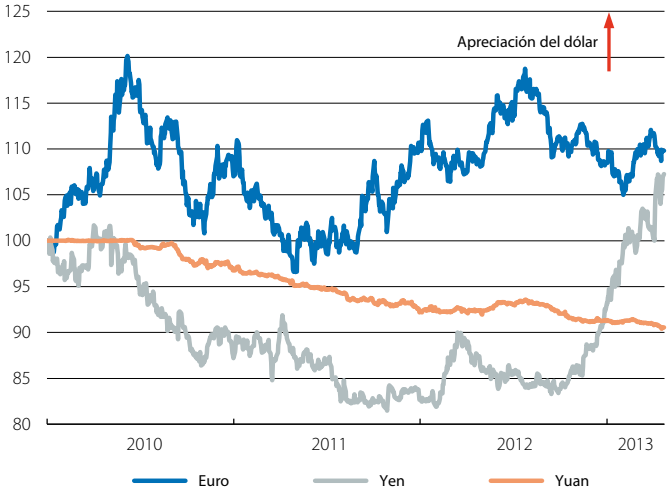
(%)



Fuente: *Bloomberg.*

Cotización del euro, el yen y el yuan frente al dólar

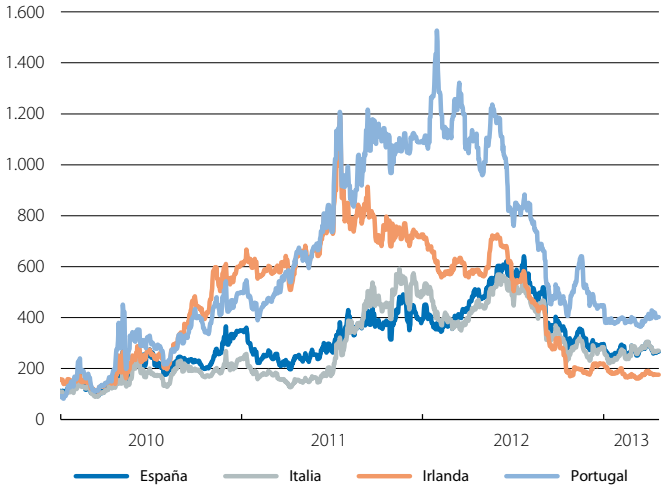
(Índice, enero 2010 = 100)



Fuente: *Bloomberg.*

Primas CDS de la deuda pública

(Puntos básicos)



Fuente: *Bloomberg.*

pecial incidencia en el sector bancario. Otro factor negativo para las cotizaciones bursátiles es la incertidumbre regulatoria, de nuevo con el sector bancario como gran damnificado, pero afectando a otros importantes como el eléctrico. Racionalizar las cuentas públicas, profundizar en las reformas estructurales y clarificar los marcos regulatorios es la aportación que esperamos de las autoridades españolas para que la bolsa española recupere atractivo y mejore su comportamiento.

Las empresas siguen inmersas en un doble proceso de mejora de la solvencia y la eficiencia. El primero (desapalancamiento financiero) ya está siendo reconocido en el mercado de bonos corporativos, de modo que las primas de riesgo son bajas para las grandes compañías españolas con acceso a los mercados de capitales. El segundo (aumento del potencial de la cuenta de resultados) todavía no, neutralizado por las decepciones que sigue deparando el entorno macroeconómico.

En definitiva, a nivel global y local el entorno de los mercados presenta influencias contrapuestas: datos de actividad económica desfavorables, condiciones de liquidez muy laxas y pasos lentos pero en la buena dirección por parte de las instancias políticas (si bien con algunos tropiezos).

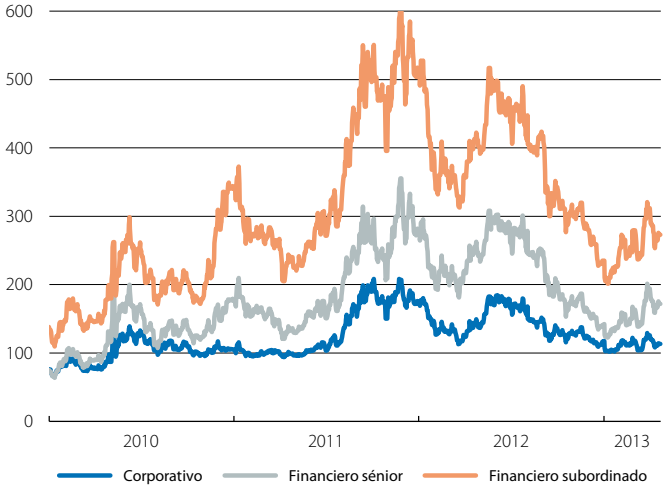
Los inversores deberán seguir conviviendo con estas fuerzas mixtas en el corto plazo. Previsiblemente, los mercados monetarios y de bonos seguirán bien sostenidos; mientras que los activos de riesgo estarán sometidos a una notable volatilidad, pero no a grandes presiones bajistas. En la arena bursátil, la presentación de resultados por las compañías debería ser un apoyo de las cotizaciones. De hecho, ya está siendo así en EE. UU., país que encabeza el calendario de publicación. En cuanto a las materias primas, interpretamos el descenso de cotizaciones reciente como un episodio puntual que obedece no solo a los últimos datos de crecimiento global flojos, sino también a factores transitorios como las ventas especulativas por parte de inversores pseudofinancieros (particularmente claro en el desplome del oro a mediados de abril). En el caso del petróleo, esperamos que se recupere lentamente hacia los niveles de principios de año.

A medio y largo plazo, esperamos un escenario de reactivación económica global, reequilibrio regional, contención de la inflación y una lenta retirada de los estímulos monetarios (de modo que la liquidez seguirá siendo abundante). El resultado sería un suave empuje al alza de las curvas de rentabilidades y revalorización de las bolsas internacionales.

Desgraciadamente, los riesgos son importantes. A corto plazo, destacan dos. Por un lado, es posible que persistan las sorpresas negativas en los indicadores de coyuntura. Por otro, eventuales disensiones entre los países del euro en relación con la política monetaria, fiscal, o los detalles de la unión bancaria podrían generar nerviosismo en los mercados del euro, máxime en la situación de descontento político y social que se ha alcanzado. A medio y largo plazo, el principal riesgo es que las políticas monetarias ultraexpansivas fracasen en su propósito de reactivar el crecimiento y, por el contrario, deriven en burbujas financieras desestabilizadoras.

Primas CDS en Europa por tipo de emisor

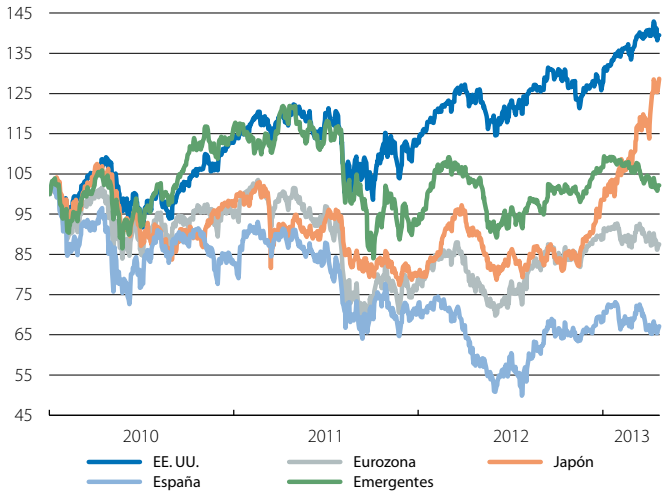
(Puntos básicos)



Fuente: *Bloomberg.*

Cotización de las principales bolsas internacionales

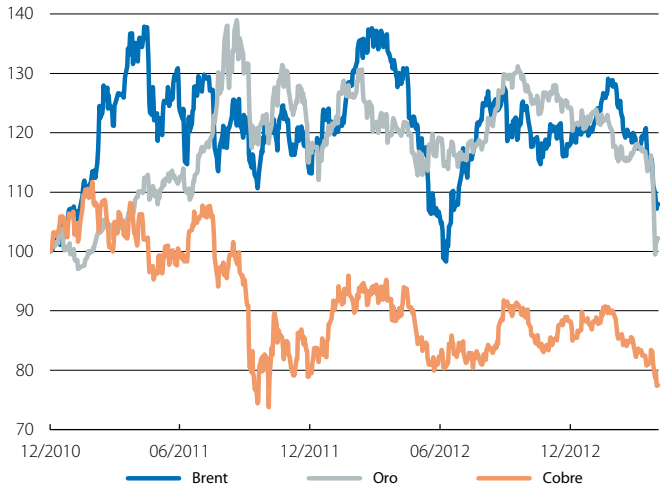
(Índice, enero 2010 = 100)



Fuente: *Bloomberg.*

Evolución del precio del petróleo, el oro y el cobre

(Índice, diciembre 2010 = 100, dólares)



Fuentes: *Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.*

FOCUS · Mercado de bonos de Estados Unidos: la visión de Bernanke

Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal (Fed) de EE. UU., impartió recientemente una conferencia en la que abordó dos cuestiones que inquietan a muchos inversores: ¿por qué las tasas de rentabilidad (*yields*) de los bonos en EE. UU. están en niveles tan bajos?, y ¿cómo evolucionarán durante los próximos años?

Para responder a la primera pregunta, Bernanke propuso un análisis en el que las *yields* de largo plazo se descomponen en tres elementos: (i) las expectativas de inflación de los agentes que operan en el mercado de bonos, (ii) la senda esperada del tipo real a corto plazo por dichos agentes y (iii) la prima exigida por el riesgo temporal (es decir, por invertir a largo en lugar de a corto). Esta descomposición se representa en el primer gráfico.

Bernanke asoció la estabilidad que registra el primer componente a la elevada credibilidad del compromiso de la Fed con la estabilidad de precios. El anclaje de las expectativas de inflación ha sido un factor importante en la evolución de los tipos largos en las últimas décadas, pero desde 2007-2008 se ha mantenido estable. En cambio, señaló que desde esa fecha el componente del tipo real a corto plazo se ha visto influido por el excepcional estado de la política monetaria y las expectativas sobre su evolución (factor estrechamente ligado, a su vez, a la marcha de la economía). Los agentes esperan que el tipo real a corto se mantenga en torno a cero durante largo tiempo, expectativas que la propia autoridad monetaria refuerza con sus mensajes. Finalmente, el componente de la prima temporal es el que explica la mayor parte de la caída observada en las *yields* nominales desde 2010. Este hecho no sorprende, ya que coincide con las ampliaciones de las compras a gran escala de bonos de largo plazo (QE2 y QE3) y con las operaciones para extender la duración de la cartera de deuda pública (*Operation Twist*).

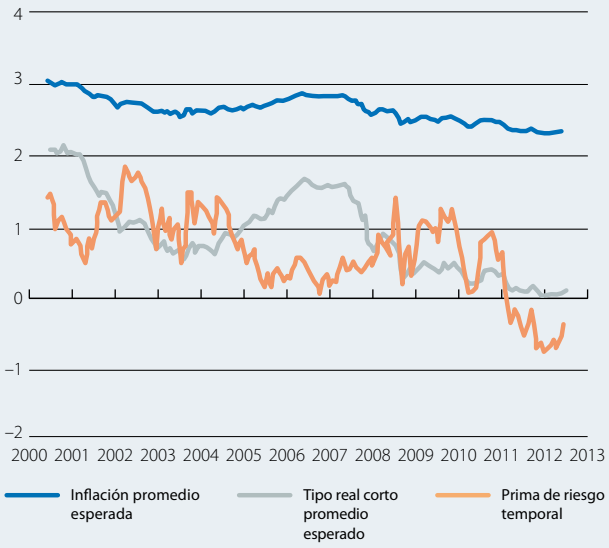
En respuesta al segundo interrogante, Bernanke dibujó un escenario central relativamente tranquilizador. Señaló que, si la recuperación económica continúa a un ritmo moderado, el desempleo cae lentamente y las expectativas de inflación permanecen en torno al 2%, entonces las rentabilidades a largo plazo se moverán gradualmente hacia niveles más normales durante los próximos años. Así, apoyándose en diferentes estimaciones, indicó que las *yields* a largo subirán entre 200 y 300 puntos básicos entre 2013 y 2017.

Sin embargo, también reconoció que hay importantes riesgos de desviación respecto a este escenario central, tanto al alza como a la baja. Una vez más, puso de manifiesto cuál le preocupa especialmente, al enfatizar que, en un entorno de recuperación lenta, no es deseable un repunte fuerte de las *yields*, ya que dañaría la actividad económica y la estabilidad financiera. Declaró que ante tal eventualidad, la institución podría utilizar de nuevo su balance.

Hay al menos dos riesgos que Bernanke no trató de forma explícita: (i) un posible desanclaje de las expectativas de inflación de los inversores, y (ii) que en un horizonte de medio plazo no se alcance un acuerdo político convincente en relación con los desafíos fiscales del país. El impacto de cualquiera de ellos sería negativo, en el sentido de desencadenar tensiones alcistas sobre las *yields* y un entorno mucho más volátil y errático.

Componentes de la yield *del bono a 10 años de EE. UU.*

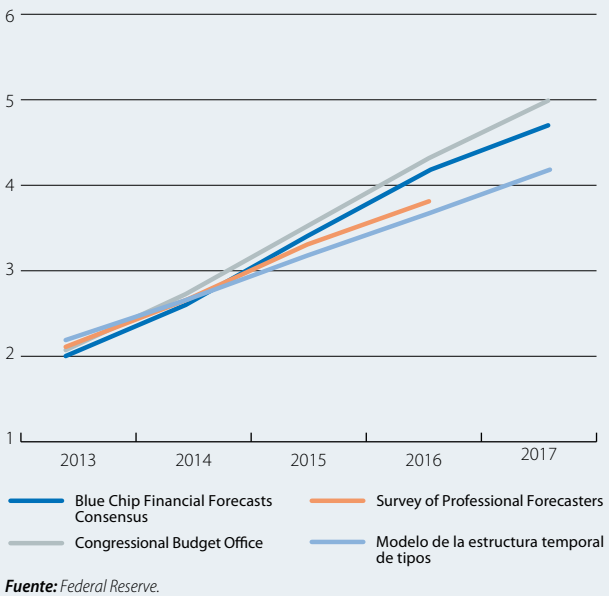
Mensual (%)



Fuente: *Federal Reserve.*

Proyecciones para la yield *del bono a 10 años*

Promedio anual (%)



Fuente: *Federal Reserve.*

FOCUS · Mercado de repos: lento pero seguro

Uno de los momentos álgidos de la crisis financiera de los últimos años tuvo lugar a finales de 2011. En medio de las dudas sobre la supervivencia del euro, se disparó la desconfianza acerca de la capacidad de numerosas entidades bancarias para hacer frente a sus compromisos. Para algunas, el acceso a los mercados de financiación mayorista, tanto monetarios como de capitales, prácticamente se cerró. Ante la emergencia, en la reunión del 8 de diciembre de 2011, el BCE tomó una decisión sin precedentes: realizar dos operaciones especiales de refinanciación a tres años de plazo (LTRO). Mario Draghi explicó que el objetivo de esta medida era asegurar la liquidez del sector bancario en presencia de restricciones muy serias. Sin lugar a dudas, las LTRO realizadas el 21 de diciembre de 2011 (a la que acudieron 500 bancos y se asignaron 489.000 millones de euros) y el 29 de febrero de 2012 (en la que 800 bancos solicitaron casi 530.000 millones) fueron un bálsamo para los bancos europeos, ya que prácticamente neutralizaba el riesgo de iliquidez. En este sentido, constituyeron un éxito.

Sin embargo, hay otra lectura menos positiva: estas dos LTRO exacerbaron la adicción de los bancos respecto a la financiación del BCE. Esta circunstancia se pone de manifiesto cuando se observa el descenso que ha tenido lugar en el volumen operado en el mercado europeo de repos, una importantísima fuente de financiación a corto plazo para las entidades financieras. Una operación de repo (abreviación del término inglés *repurchase agreement*) permite obtener liquidez a cambio de dejar en prenda un activo financiero como garantía de devolución de los fondos. Según los datos publicados recientemente por la ICMA (*International Capital Market Association*), el volumen europeo de contratos repo se contrajo hasta los 5,6 billones de euros al cierre de 2012, una caída del 10% respecto a diciembre de 2011. Y ello a pesar de que el mercado de repos se ha beneficiado de la disminución de los préstamos interbancarios sin garantía.

Según los críticos, el generoso excedente de liquidez proporcionado por el BCE desincentiva las operaciones entre entidades, demorando la vuelta a la normalidad. Según los defensores, la actuación del BCE ha evitado la debacle y está diseñada para que la normalización sea suave y gradual. Varios signos apoyan esta segunda interpretación. Por ejemplo, la devolución anticipada de los préstamos LTRO. Asimismo, las parcelas más vulnerables del mercado han reaccionado positivamente. En concreto, tal como se aprecia en el primer gráfico, el mercado local español (MeffRepo) está dando señales alentadoras, especialmente en los últimos meses.

Otro rasgo distintivo en la evolución del mercado de repos es el cambio sustancial que se ha producido en la tipología de las operaciones. El segundo gráfico muestra que en los años previos a la crisis, el 90% de los repos eran de carácter bilateral y, por lo tanto, conllevaban un importante riesgo de contrapartida. El resto de operaciones se realizaba con un intermediario (generalmente un tercer banco) que custodiaba el colateral y transfería los fondos, una situación que reducía, pero no eliminaba, el riesgo de contraparte. A raíz de la crisis financiera, una proporción importante de los repos bilaterales comenzaron a realizarse a través de cámaras de compensación (*clearing houses*), operaciones que se denominan *cleared repos* (repo CCP). Los resultados preliminares de la encuesta trimestral realizada por el BCE y el Grupo de Contacto de Mercados Monetarios muestran que actualmente los *cleared repos* representan algo más del 60% de las operaciones. El fuerte crecimiento que han registrado los repos CCP se debe a que, en caso de incumplimiento del prestatario, la cámara de compensación se hace cargo de sus compromisos.

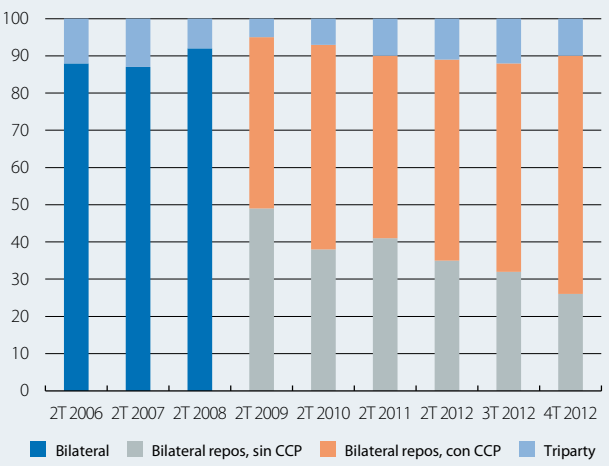
Volumen total del mercado español de repos

(Miles de millones de euros)

Fuente: *MeffRepo.*

Estructura del mercado europeo de repos

(%)



Fuente: *Banco Central Europeo.*

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

Tipos de interés (%)

	30-abr	28-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Oficial BCE	0,75	0,75	0	–25	–50
A 3 meses (euríbor)	0,21	0,21	0	2	–50
A 1 año (euríbor)	0,51	0,55	–4	–5	–80
Deuda a 1 año (Alemania)	0,01	0,02	–1	–13	–7
Deuda a 2 años (Alemania)	0,01	–0,02	3	2	–10
Deuda a 10 años (Alemania)	1,22	1,29	–7	–7	–36
Deuda a 10 años (España)	4,14	5,06	–92	–115	–165
Diferencial 10 años (p. b.)	292	377	–85	–108	–128
Dólar					
Oficial Fed	0,25	0,25	0	0	0
A 3 meses (líbor)	0,27	0,28	–1	–3	–19
A 1 año (líbor)	0,70	0,73	–3	–14	–35
Deuda a 1 año (EE. UU.)	0,10	0,12	–2	–4	–7
Deuda a 2 años (EE. UU.)	0,21	0,24	–3	–3	–4
Deuda a 10 años (EE. UU.)	1,67	1,85	–18	0	–12

Spreads *deuda corporativa (p. b.)*

	30-abr	28-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	96	126	–30	–25	–52
Itraxx Financiero Sénior	146	194	–49	–10	–113
Itraxx Financiero Subordinado	235	312	–77	–21	–183

Tipos de cambio

	30-abr	28-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
$/euro	1,317	1,282	2,7	–0,8	0,3
¥/euro	128,320	120,670	6,3	–11,7	–19,5
£/euro	0,848	0,844	0,5	–3,6	–4,3
¥/$	97,450	94,150	3,5	–12,4	–19,3

Materias primas

	30-abr	28-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	478,3	479,8	–0,3	–1,9	–1,8
Brent (US dólares/barril)	101,8	109,3	–6,8	–6,2	–7,2
Oro (US dólares/onza)	1.476,8	1.596,8	–7,5	–12,8	–10,9

Renta variable

	30-abr	28-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.597,6	1.569,2	1,8	13,4	18,1
Eurostoxx 50	2.712,0	2.624,0	3,4	4,5	20,7
Ibex 35	8.419,0	7.920,0	6,3	4,7	21,0
Nikkei 225	13.860,9	12.336,0	12,4	36,4	51,2
MSCI emergentes	1.039,5	1.032,6	0,7	–0,9	4,4
Nasdaq	3.328,8	3.267,5	1,9	12,4	14,7

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El FMI ve una recuperación gradual a tres velocidades. Según su último escenario de perspectivas de abril —solo marginalmente peor de lo previsto en enero—, la economía mundial crecería un 3,3% en 2013 y un 4,0% en 2014, liderada por las economías emergentes (con crecimientos por encima del 5% en ambos ejercicios). Las grandes economías avanzadas no europeas registrarían crecimientos más moderados (EE. UU. un 1,9% en 2013 y un 3% en 2014). En la cola, quedaría la eurozona, con una caída prevista del 0,3% en 2013 y un avance del 1,1% en 2014, acusando el enquistamiento generalizado de la crisis.

ESTADOS UNIDOS

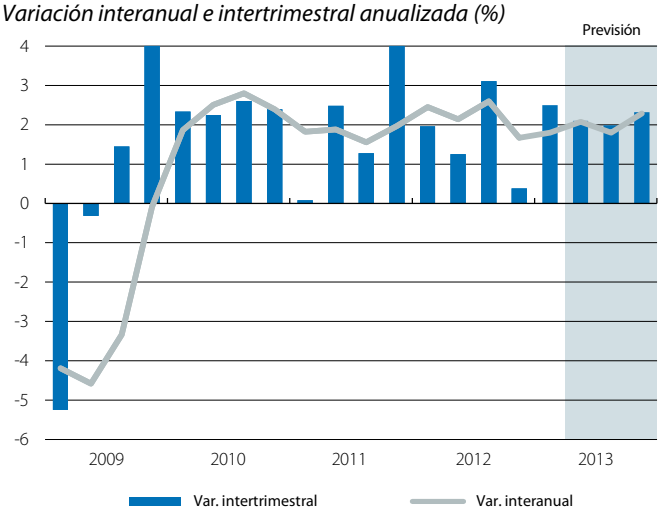
El escenario de perspectivas que contemplamos no difiere mucho del que prevé el Fondo. Para EE. UU., situamos el avance en 2013 en torno al 2,0%. Tras un crecimiento robusto en el primer trimestre, un 0,6% intertrimestral al cierre de este Informe, los avances se prevén más moderados en el resto del año. Las mejores condiciones financieras y la recuperación del mercado de la vivienda y de la inversión productiva apoyarán la expansión. En cambio, la persistencia del elevado nivel de endeudamiento, la lenta recuperación del empleo y el ajuste fiscal —la reducción automática de gasto público cuyos efectos contractivos se concentrarán en el segundo y tercer trimestres— lastrarán el avance en 2013.

Los datos de actividad de marzo han sido, en general, algo peores de lo esperado. Las ventas minoristas, sin coches ni gasolina, se desaceleraron, perdiendo parte del repunte de enero-febrero, aun creciendo un 2,1% interanual. Asimismo, el índice de confianza del consumidor del Conference Board cedió lo ganado en febrero y se quedó netamente por debajo de la media histórica. La perspectiva empresarial es algo mejor, pero no escapa a la tibieza. Los índices de actividad empresarial del Institute for Supply Management de manufacturas y de servicios tuvieron sendos retrocesos, con unos niveles que se corresponden con un crecimiento de la economía cercano al 2,0%. En el terreno inversor, no obstante, seguimos contemplando una mejoría en 2013, alentada por unos beneficios empresariales en máximos, las mejoras financieras y el margen de recorrido al alza de la contribución de la inversión al PIB.

El mercado laboral sigue imponiendo tanto el mayor lastre como el mayor riesgo para la recuperación estadounidense. El dato de marzo también decepcionó, con 88.000 nuevos puestos creados, menos de la mitad de lo que se esperaba. El descenso de la tasa de paro hasta el 7,6% se atribuye, fundamentalmente, al retroceso de la población activa. En este sentido, el indicador que mejor refleja la situación del mercado laboral es la tasa de ocupación (la proporción de personas que están trabajando respecto a la población mayor de 16 años), que recoge el paro y el contingente de desanimados, que han salido de la población activa (empleados o parados registrados que buscan trabajo activamente) y que no figuran como desempleados.

EE. UU.: PIB

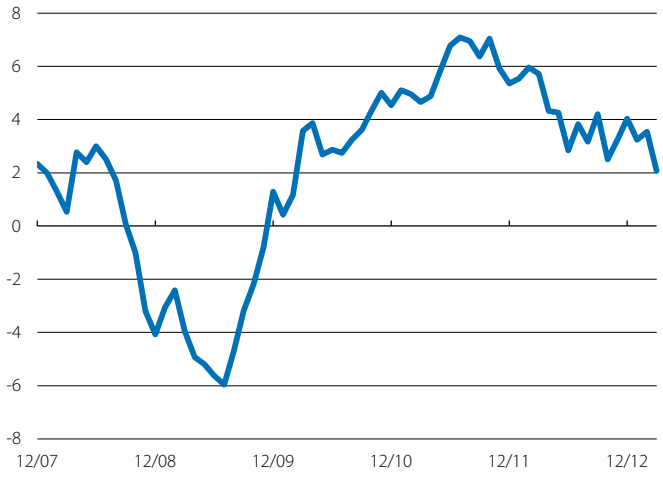
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: *Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.*

EE. UU.: ventas al por menor

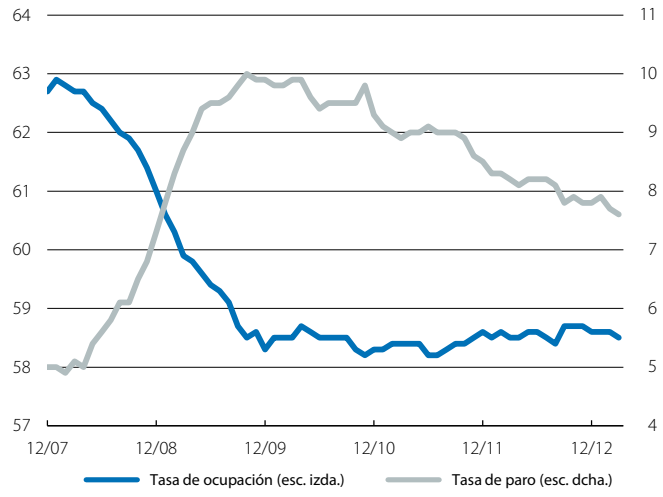
Variación interanual (%)



Fuentes: *Department of Commerce y elaboración propia.*

EE. UU.: empleo

(%)



Fuentes: *Department of Labor y elaboración propia.*

Entre diciembre de 2006 y noviembre de 2010, dicha tasa de ocupación pasó de 63,4% al 58,2% y prácticamente no ha variado (58,5% en marzo de 2013). Todo ello hace que el descenso de la tasa de paro se prevea muy gradual, puesto que desanimados y subempleados absorberán una parte significativa del empleo que la economía vaya generando, entorpeciendo el descenso de la tasa de paro. La elevada proporción de parados de larga duración, de más difícil reinserción en el mercado laboral, supondrá un lastre adicional.

Esa debilidad del empleo, junto a la moderación de los precios en marzo, da argumentos a la Fed para mantener el tono expansivo de su política monetaria. El IPC avanzó un 1,5% interanual en marzo (2,0% en febrero) y el índice subyacente, un 1,9% (2,0% en febrero). Estos datos y el marcado retroceso del precio del petróleo alejan la perspectiva de tensiones inflacionistas en 2013. Ello garantiza la continuidad de la QE3 de la Fed, en un entorno de crecimiento moderado a pesar de la progresiva recuperación de la construcción y del empleo.

La vivienda se mantiene ajena a la tibieza de marzo y afianza su recuperación, espoleada por la disminución de la sobreoferta, la tendencia alcista en la formación de hogares y las mejores condiciones financieras. Así, el buen dato de viviendas iniciadas indica que la construcción seguirá recuperándose con fuerza, mientras los precios prosiguen su recuperación gradual.

JAPÓN

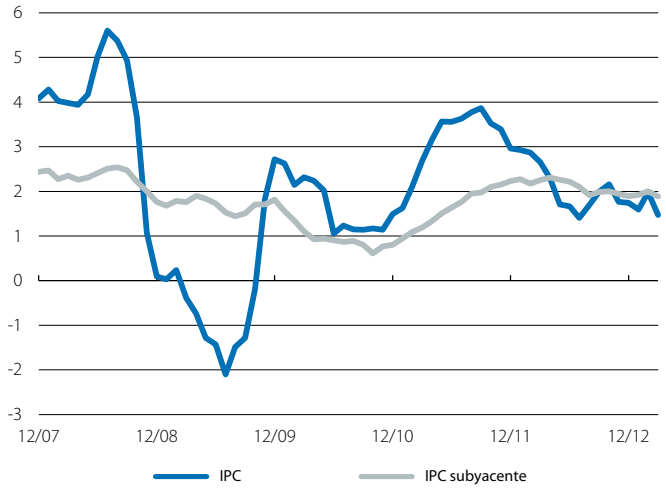
Japón pone en marcha su revolución monetaria. Haruhiko Kuroda, nuevo gobernador del Banco de Japón, pretende llevar la base monetaria de los actuales 139 billones de yenes hasta 270 billones —2,1 billones de euros— en diciembre de 2014, lo que supone pasar del 29,4% al 57,3% del PIB japonés. La ampliación se implementará con compras de deuda pública, incluyendo la de largo plazo. La medida es comparable, en términos absolutos, a las expansiones cuantitativas de la Reserva Federal, cuyos activos están en el 18,9% del PIB estadounidense —2,3 billones de euros—. Esta medida tan drástica busca compensar el exceso estructural de ahorro privado —mayoritariamente en manos de las empresas— vía incrementos del saldo corriente y mayor crecimiento e inversión.

La primera consecuencia de esta expansión monetaria ha sido la depreciación del yen, acompañada de una importante revalorización bursátil. Dado que las principales empresas japonesas son exportadoras, se benefician de un yen barato vía mayor competitividad. Ello debería espolear el superávit por cuenta corriente, canalizando ahorro privado al exterior. El objetivo último de la expansión monetaria es acabar con la deflación, que dura ya 15 años. Un entorno de inflación moderada y bajos tipos de interés estimularía el crecimiento y la inversión y daría una salida interna al exceso de ahorro.

La deflación, que prosiguió en marzo, ha impedido el crecimiento nominal y ha propiciado una deuda pública abultada. El PIB real, descontando las variaciones de precios, se incrementó un 9,0% entre finales de 1997 y diciembre de 2012, pero el PIB

EE. UU.: IPC

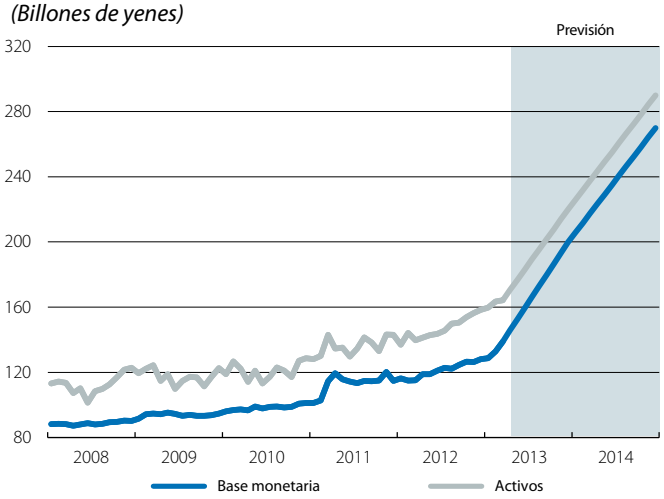
Variación interanual (%)



Fuentes: *Department of Commerce y elaboración propia.*

Japón: base monetaria y activos del banco central

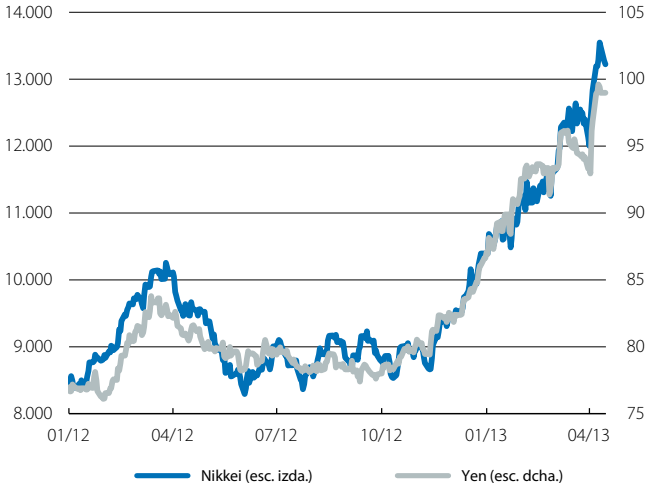
(Billones de yenes)



Fuentes: *Banco de Japón y elaboración propia.*

Japón: Nikkei y yen

(Índice) *(Yenes/dólar)*



Fuentes: *Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.*

en yenes corrientes se redujo un 10,1%. Esta reducción, junto con los sucesivos estímulos fiscales, ha llevado a la deuda pública al 236% del PIB. Aquí radica el mayor riesgo de la expansión monetaria de Kuroda: si la inflación creciera por encima de lo esperado, podría generar desconfianza de los ahorradores japoneses, que financian la mayor parte de esta deuda, y estos podrían huir del yen. Si esa huida fuera sustancial, Japón podría verse obligado a subir el tipo de interés de su deuda.

Las reformas estructurales serán clave a medio y largo plazo. El éxito de la expansión monetaria y de los estímulos fiscales japoneses en impulsar el crecimiento pende de la implementación del tercer pilar del Abenomics: las reformas estructurales. De no ser así, a largo plazo, el superávit corriente no será suficiente para canalizar este exceso de ahorro empresarial, viéndose limitado por la competitividad exportadora de vecinos asiáticos como Corea del Sur o China. Asimismo, la inversión productiva —el 13,0% del PIB frente al 10,9% en EE. UU., en 2012— no podrá ir a más sin reformas estructurales que incentiven el crecimiento y la reinversión de los beneficios empresariales.

ECONOMÍAS EMERGENTES

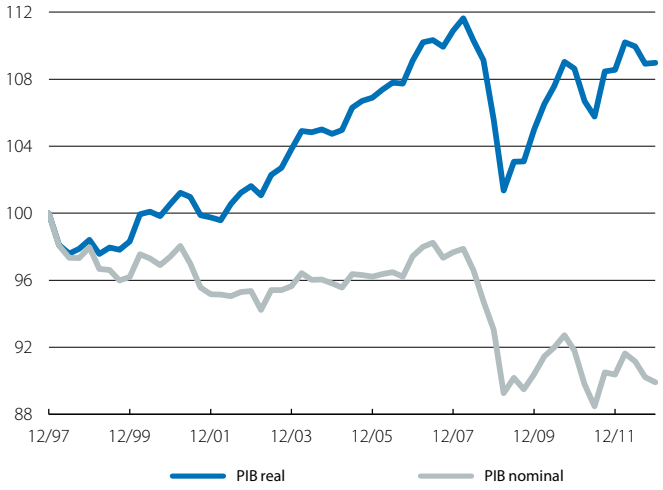
Las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento global en 2013 a pesar de la relativa decepción de algunos indicadores de actividad recientes, que perfilan una evolución más dispar. China es el emergente con crecimiento más robusto. Si bien el avance del 7,7% interanual del primer trimestre esboza una reaceleración más gradual de lo previsto (véase Focus sobre China), su crecimiento contrasta con la desaceleración de la India, Rusia y, especialmente, el crecimiento anémico de Brasil. México y Turquía, bien encauzados para crecer en torno al 3,5% en 2013, quedan en situación intermedia y disponen de margen para más estímulos si fuera necesario.

Las tensiones inflacionistas afloran en las economías que menos crecen, al tiempo que se estrecha el margen para estímulos monetarios. China vuelve a desmarcarse del resto con un IPC del 2,1% en marzo, pero la inflación elevada persiste en Rusia y la India, aunque en este caso a la baja. En Brasil, el IPC se aceleró hasta el 6,6% en marzo, superior al objetivo del Ejecutivo del 6,5%, obligando al banco central a subir el tipo de referencia 25 puntos básicos a pesar del bajo crecimiento. México queda otra vez en situación intermedia, aunque la sorpresa del IPC de marzo del 4,3% lo deja por encima del objetivo del 4% del banco central.

Además de estímulos fiscales y monetarios en el corto plazo, las economías emergentes necesitan reformas estructurales de calado para encarrilar una senda de crecimiento robusto y sostenible. Por ahora, solo México ha empezado. A las reformas laboral y educativa, a finales de 2012, seguirá la reforma del sector de telecomunicaciones en 2013, quedando para más adelante la reforma fiscal y la energética. Con todo, las recientes discrepancias entre los principales partidos han dejado en suspenso dicho proceso de reformas, un parón que estimamos temporal.

Japón: PIB real y nominal

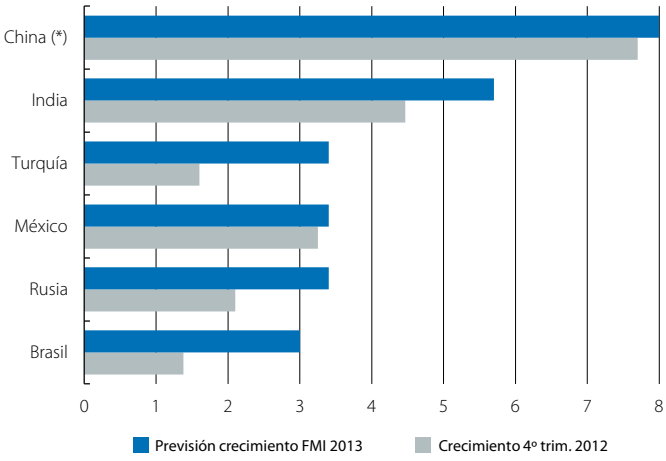
Evolución del PIB real y nominal (índice, diciembre 1997 = 100)



Fuentes: *Ministerio de Comunicaciones y elaboración propia.*

Economías emergentes: PIB

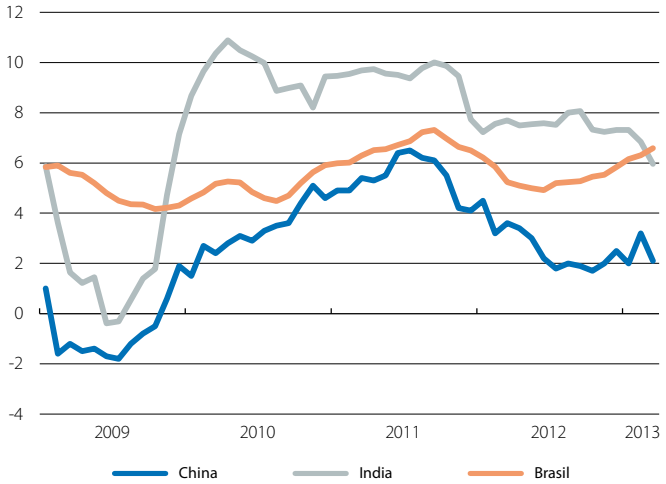
Variación interanual (%)



Nota: *(*) Primer trimestre de 2013.*
Fuentes: *Institutos nacionales de estadística, FMI y elaboración propia.*

Economías emergentes: IPC

Variación interanual (%)



Fuentes: *Institutos nacionales de estadística y elaboración propia.*

FOCUS · Una recuperación a tres velocidades

El Fondo Monetario Internacional (FMI) en sus previsiones de primavera define unas perspectivas económicas relativamente contenidas. El Fondo espera que el crecimiento mundial se sitúe en 2013 en el 3,3%, para después acelerarse hasta el 4,0% en 2014. Estas previsiones son levemente inferiores a las de enero pasado. Concretamente, el crecimiento mundial esperado para 2013 es dos décimas porcentuales menor que el anteriormente previsto. De similar magnitud es la revisión de la mayor parte de las economías nacionales.

El FMI dibuja tres sendas distintas, que han motivado que el organismo haya descrito la situación como una recuperación a tres velocidades. En la más dinámica se encuadran las economías emergentes, que crecerán por encima del 5% en ambos años. En este grupo siguen destacando favorablemente los emergentes asiáticos, con previsiones de avance del PIB superiores al 7% en 2013-2014. La segunda velocidad la integrarían los países avanzados no europeos. Entre ellos cabe mencionar la recuperación prevista de Estados Unidos (crecimiento del 1,9% en 2013; avance del 3% en 2014).

Finalmente, los países de la eurozona se colocarían en una situación sensiblemente peor. La eurozona en su conjunto sufriría un descenso del 0,3% en el año actual, para después crecer mínimamente en 2014 (aumento del 1,1%). Entre las principales economías de la moneda única, de esta situación recesiva solo escapará Alemania, y aun así su crecimiento del 0,6% en 2013 se compara negativamente con el de otras economías no europeas. España, por su parte, sufriría de una caída del PIB del 1,6% en 2013, para después rebotar hasta el 0,7% en 2014.

¿A qué se debe esta disparidad en la recuperación económica? Por lo que se refiere a las economías de la eurozona, el aspecto que más destaca el FMI es el hecho de que el enquistamiento de la crisis de la deuda de la eurozona ha acabado afectando a la actividad de no solo las economías periféricas, sino también a varias de las economías centrales.

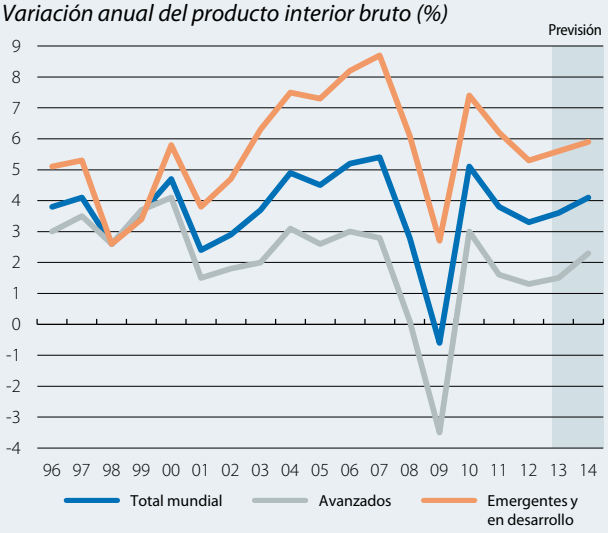
En el caso de Estados Unidos, el Fondo menciona que el esfuerzo de consolidación fiscal (equivaldrá a un 1,8% del PIB en 2013 según el FMI) lastrará la recuperación. Japón, por su parte, se beneficiará en este 2013 del cambio de política económica anunciado, con una notable expansión monetaria y fiscal, pero el FMI duda que dicho impulso sea duradero.

Por lo que se refiere a los emergentes, un factor clave que comparten muchas economías ha sido la resistencia del consumo incluso en la etapa de desaceleración de 2012. Partiendo de esa base, el Fondo considera que la relajación de la política económica ya en curso y la recuperación de las exportaciones prevista apoyan el escenario de aceleración que maneja.

En materia de riesgos, el FMI valora que las medidas adoptadas desde el verano (proyecto de unión bancaria, nuevos instrumentos del BCE, etc.) han contribuido a reducir los riesgos de una ruptura del euro y que las decisiones fiscales en Estados Unidos han alejado los riesgos de actividad a la baja por el «precipicio fiscal». Los riesgos a medio plazo siguen siendo abundantes: ausencia de planes de consolidación fiscal creíbles en Estados Unidos y Japón; exceso de deuda, poco margen de política económica y avances institucionales insuficientes en la eurozona; posibles efectos indeseados de las políticas monetarias extraordinarias, y, en el caso de ciertos emergentes, exceso de inversión y precios demasiado elevados de determinados activos.

Crecimiento económico por zonas

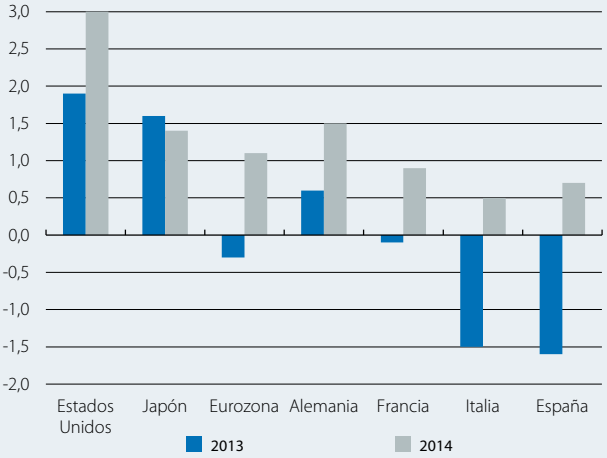
Variación anual del producto interior bruto (%)



Fuente: *Fondo Monetario Internacional.*

Previsiones de crecimiento en los países avanzados

Variación anual del producto interior bruto (%)



Fuente: *Fondo Monetario Internacional.*

FOCUS · China: cambio de modelo

La economía china creció menos de lo esperado en el primer trimestre de 2013, con un avance interanual del 7,7%. El registro intertrimestral revela cierta desaceleración respecto al último tramo de 2012, pasando de un avance del 2,0% al 1,6%. Estos datos, junto con algunos indicadores coyunturales que esbozaron cierta ralentización del ritmo de actividad en marzo (a destacar la producción industrial y las exportaciones), han reavivado las dudas en torno al vigor de la reaceleración china. Con todo, un análisis más reposado de los datos y la coyuntura china permite descartar, al menos a día de hoy, interpretaciones alarmistas. Si bien la reaceleración china puede ser más gradual de lo previsto, la composición de su crecimiento parece estar iniciando la transición hacia una estructura más saludable, más sostenible en el medio plazo y más acorde con el proceso de reequilibrio global.

Desgranando, pues, el detalle del dato del PIB del primer trimestre, lo primero que cabe señalar es que 2012 fue un año bisiesto y que, dada la relevancia de ello para la contabilización del PIB chino, podría haber sesgado a la baja el registro de crecimiento para el primer cuarto de 2013. Segundo, el desglose por componentes del PIB del primer trimestre sugiere que la mejora en la calidad del crecimiento que persigue el nuevo Ejecutivo —anteponiendo calidad y eficiencia a magnitud del avance, tolerando tasas de crecimiento más moderadas— se estaría empezando a producir.

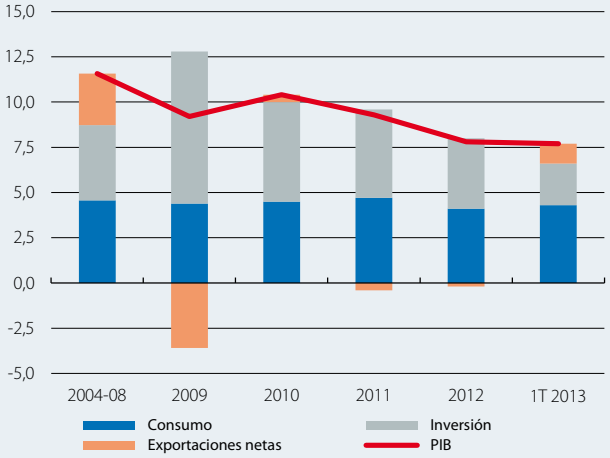
En particular, el peso de la inversión se redujo sustancialmente, pasando a añadir 2,3 puntos porcentuales al avance interanual en lugar de los 3,9 puntos para el total de 2012. En contrapartida, las exportaciones netas aumentaron su contribución —añadiendo 1,1 puntos— y, más importante para el cambio de modelo buscado, también lo hizo el consumo interno, privado y público, añadiendo 4,3 puntos. Aunque todavía incipiente, este reequilibrio en la composición del crecimiento es esencial para la sostenibilidad del crecimiento económico chino en el medio plazo. Dicho reequilibrio no solo se observa en términos de demanda sino también en el ámbito de la oferta. Aunque el peso económico del sector servicios sigue siendo pequeño, su contribución al crecimiento volvió a superar al de la industria por tercer trimestre consecutivo.

En lo relativo a las perspectivas para los próximos meses, el escenario más probable sigue siendo el de reaceleración gradual, aun cuando los últimos indicadores esbozarían una senda levemente más contenida de lo previsto a principios de año. La robustez del crédito y el tono expansivo de la política fiscal darán apoyo al crecimiento, aunque no esperamos un despliegue de estímulos tan intenso como el desarrollado en 2008 y 2009 —equivalente al 7% del PIB y que amenazó la salud del sistema bancario, el mercado inmobiliario y las finanzas de los gobiernos locales—. Por otra parte, la reciente moderación de las presiones inflacionistas (del 2,1% en marzo, frente al 2,6% en el acumulado de enero-febrero) amplía el margen de las autoridades chinas para relajar la política monetaria si la actividad se ralentizara en exceso.

Así pues, si bien el dato del primer trimestre nos lleva a revisar ligeramente a la baja (por efectos de base) nuestra previsión de crecimiento para el total de 2013 (del 8,0% hasta el 7,9%), mantenemos nuestro escenario central de reaceleración gradual y la previsión de avance en 2014 en el 8,4%.

Crecimiento del PIB: contribución por componentes de la demanda

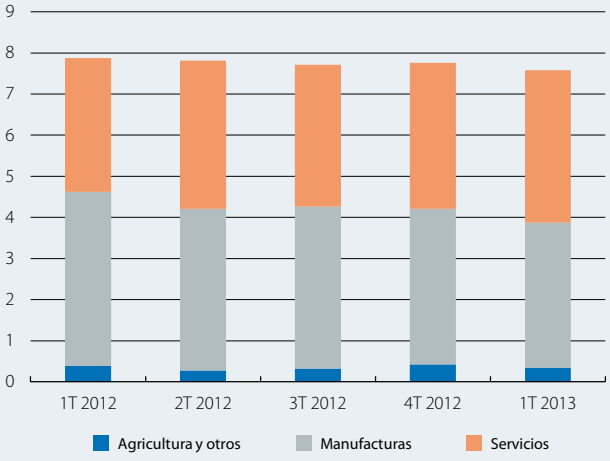
Variación interanual (%)



Fuentes: *Oficina Estadística de China, IIF y elaboración propia.*

Crecimiento del PIB: contribución por componentes de la oferta

Variación interanual (%)



Fuentes: *Oficina Estadística de China y elaboración propia.*

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

ESTADOS UNIDOS

	2011	2012	1T 2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	03/13
Actividad									
PIB real	1,8	2,2	2,4	2,1	2,6	1,7	–	1,8	–
Ventas al por menor (sin coches y gasolina)	5,9	4,1	5,7	3,8	3,7	3,3	3,2	3,5	2,1
Confianza del consumidor *(valor)*	58,1	67,1	67,5	65,3	65,0	70,4	58,4	68,0	59,7
Producción industrial	3,4	3,6	4,0	4,5	3,3	2,7	1,9	2,5	3,5
Índice actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	55,2	51,7	53,0	52,3	50,9	50,6	53,1	54,2	51,3
Viviendas iniciadas *(miles)*	612	782	715	736	774	889	902	968	1.036
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano *(valor)*	140	141	141	143	144	145	...	...	...
Tasa de paro *(% p. activa)*	8,9	8,1	8,3	8,2	8,0	7,8	7,9	7,7	7,6
Tasa de ocupación *(% p. > 16 años)*	58,4	58,6	58,5	58,5	58,5	58,6	58,6	58,6	58,5
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,8	–3,2	–3,8	–3,5	–3,2	–3,2	–3,3	...	...
Precios y variables financieras									
Precios de consumo	3,2	2,1	2,8	1,9	1,7	1,9	1,6	2,0	1,5
Precios de consumo subyacente	1,7	2,1	2,2	2,3	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9

Nota: *(1) Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.*
Fuentes: *Department of Commerce, Department of Labor, Federal Reserve, Standard & Poor's, ISM, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.*

JAPÓN

Actividad									
PIB real	–0,5	2,0	3,3	4,0	0,4	0,4	–	...	–
Confianza del consumidor *(valor)*	37,7	40,0	40,0	40,4	40,1	39,4	43,3	44,3	...
Producción industrial *(valor)*	–2,3	–1,0	2,7	5,1	–4,6	–6,7	–7,1	–5,1	...
Índice actividad empresarial (Tankan)	–1,3	–5,0	–4,0	–1,0	–3,0	–12,0	–	–8,0	...
Tasa de paro *(% p. activa)*	4,6	4,4	4,5	4,4	4,3	4,2	4,2	4,3	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,6	–1,4	–1,0	–1,0	–1,3	–1,4	–1,5	–1,7	...
Precios y variables financieras									
Precios de consumo	–0,3	0,0	0,3	0,2	–0,4	–0,2	–0,3	–0,6	...
Precios de consumo subyacente	–1,0	–0,6	–0,6	–0,5	–0,6	–0,5	–0,7	–0,9	...

Nota: *(1) Saldo acumulado durante los últimos 12 meses.*
Fuentes: *Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.*

CHINA

Actividad									
PIB real	9,3	7,8	8,1	7,6	7,4	7,9	–	7,7	–
Ventas al por menor	17,1	14,3	14,9	13,9	13,5	14,9	12,2	12,2	12,6
Producción industrial	13,7	10,0	11,6	9,5	9,1	10,0	9,9	9,9	8,9
PMI manufacturas *(valor)*	51,4	50,8	51,5	51,3	49,7	50,5	50,4	50,1	50,9
Sector exterior									
Balanza comercial [1] *(valor)*	154	231	157	179	196	231	233	280	274
Exportaciones	20,2	8,0	7,7	10,5	4,5	9,5	25,0	21,8	10,0
Importaciones	25,0	4,3	6,8	6,4	1,4	2,8	28,8	–15,2	14,1
Precios									
Precios de consumo	5,4	2,6	3,8	2,9	1,9	2,1	2,0	3,2	2,1
Tipo de interés de referencia *(valor)*	6,56	6,00	6,56	6,31	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar *(valor)*	6,5	6,3	6,3	6,3	6,4	6,2	6,2	6,2	6,2

Nota: *(1) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.*
Fuentes: *Oficina Nacional de Estadísticas, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.*

UNIÓN EUROPEA

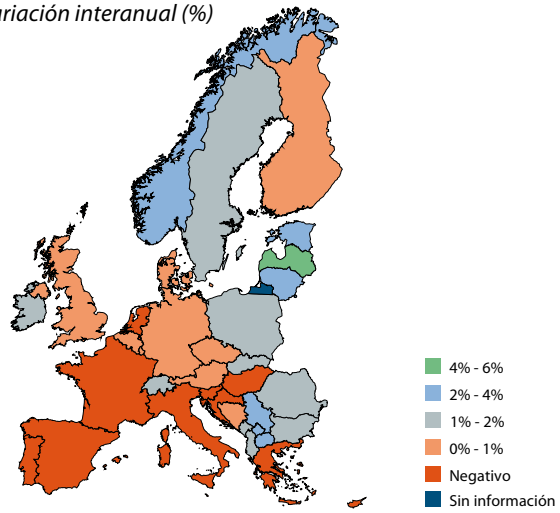
El tren de la recuperación sigue en marcha, pero la eurozona va en el último vagón. Las nuevas previsiones del FMI reafirman este escenario señalando, si acaso, que la puesta en marcha podría demorarse un poco más. El retroceso previsto para 2013 es del 0,3% y para 2014 ha apuntado un ligero avance del 1,1%. Aunque es probable que la eurozona empiece a anotar tasas de crecimiento intertrimestrales positivas entre el segundo y el tercer trimestre de este año, estas serán muy modestas y, tras el importante retroceso del cuarto trimestre de 2012, no podrán evitar que, en conjunto, 2013 sea un año con un PIB inferior al de 2012. Las diferencias entre países, además, seguirán siendo notables. Mientras se espera que Alemania avance un 0,6%, la economía gala se mantendrá estancada, con un retroceso del –0,1%. Aunque los países periféricos siguen en la cola, con descensos previstos para este año que van desde el –4,2% de Grecia al –1,6% de España, para 2014 el FMI espera en todos ellos tasas de crecimiento positivas que oscilan entre el 0,5% y el 1%.

Los indicadores de actividad, erráticos a lo largo del primer trimestre, no se pronuncian ni a favor ni en contra de la recuperación. El ritmo de deterioro de la actividad parecía que iba perdiendo fuerza, ya que, en promedio, los valores registrados por los distintos indicadores se habían situado en niveles superiores a los del trimestre anterior. La producción industrial de la zona del euro, por ejemplo, muestra una ligera tendencia ascendente. A pesar del descenso del 3,1% interanual de febrero, la caída promedio de los dos primeros meses del año fue inferior a la del último trimestre de 2012. Este patrón es bastante generalizado entre países. No obstante, cuando analizamos la evolución de otros indicadores para los que ya disponemos de datos de marzo y abril, esta tendencia se desdibuja y es más difícil apreciar una clara mejora. Por ejemplo, para el conjunto de la eurozona, el índice de gestores de compras PMI de servicios de marzo deshizo parte del avance de principios de año, si bien siguió superando los valores del último trimestre de 2012. El índice para el sector manufacturero sigue un patrón similar. Las primeras estimaciones de estos indicadores para el mes de abril tampoco presentan grandes variaciones en la eurozona. Destaca, sin embargo, el importante retroceso experimentado por el índice alemán, que ha vuelto a la zona de contracción tras 4 meses consecutivos en zona expansiva.

Los índices de confianza, que sí mostraban una progresión más sólida, se tomaron un respiro en marzo, en parte, por las incógnitas generadas por el rescate de Chipre y el resultado de las elecciones en Italia. Por ejemplo, el índice de sentimiento económico de la CE disminuyó 1,1 puntos tras cuatro meses de subidas ininterrumpidas. Este ligero descenso fue generalizado en todos los sectores de actividad y en la mayoría de países, especialmente en Alemania y Francia. Con todo, la tendencia que ha exhibido en los últimos meses el indicador agregado de la eurozona parece bastante robusta y, sin ser muy pronuncia-

Unión Europea: crecimiento previsto del PIB en 2013

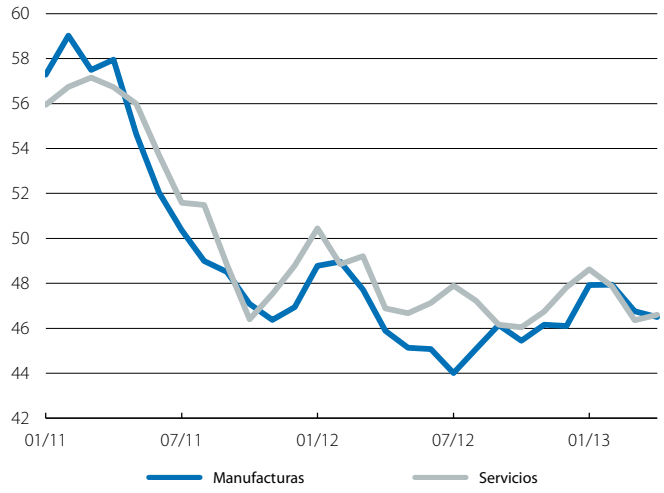
Tasa de variación interanual (%)



Fuente: *Fondo Monetario Internacional.*

Eurozona: PMI manufacturas y servicios

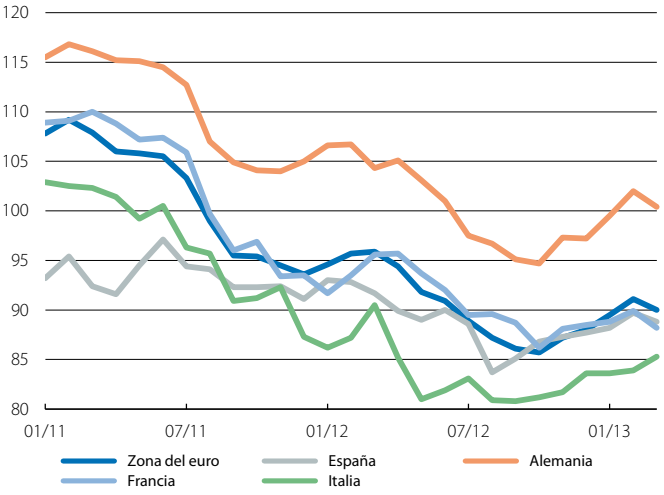
(Valor)



Fuente: *Markit.*

Índice de sentimiento económico

(Valor)



Fuente: *Comisión Europea.*

da, de mantenerse a lo largo del año sería suficiente como para que entre el segundo y el tercer trimestre el índice de sentimiento económico escalara hasta niveles en los que históricamente las tasas de crecimiento han sido positivas. Para que la mejora de la confianza se vaya afianzando, sin embargo, es imprescindible seguir avanzando con paso firme en el proceso de integración europea, tanto en el flanco fiscal como en el de la unión bancaria. En este sentido, los avances que se produzcan en el Consejo Europeo de junio volverán a ser de suma importancia.

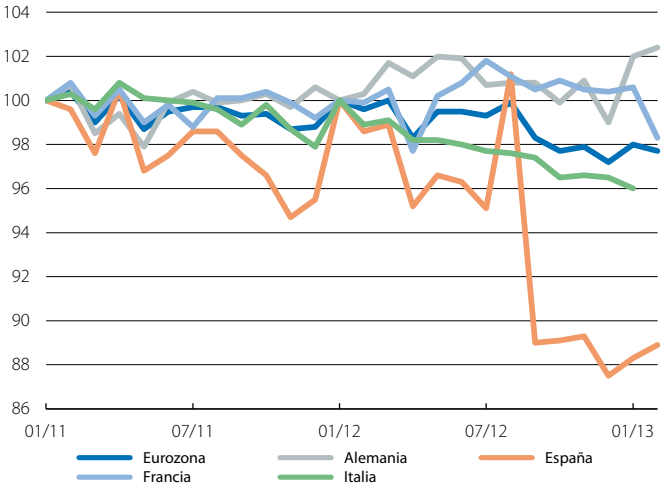
La recuperación de la eurozona sigue sin contar con el apoyo de la demanda interna, lo que la hace más débil y vulnerable. La tasa de paro no muestra síntomas de estabilización; en marzo anotó un nuevo máximo histórico, el 12,1%, y esto dificulta sobremanera la recuperación del consumo de los hogares, que se mantiene sumido en una clara tendencia decreciente. Tras un mes de enero algo esperanzador, en febrero las ventas minoristas retomaron la senda bajista y situaron la tasa de variación interanual en el –1,4%. Las diferencias entre países son, sin embargo, notables. Allí donde la tasa de paro ha aguantado más estoicamente el embate de la crisis, como en Alemania, que se encuentra en mínimos históricos, en los últimos meses se aprecian síntomas de recuperación. El caso español es el opuesto. Entre el cuarto trimestre de 2012 y el primero de 2013 se han destruido 686.000 puestos de trabajo y la tasa de paro ha aumentado del 25,0% al 27,2%. La caída de las ventas minoristas ha sido histórica. Esto, sin embargo, es también resultado del adelanto de las compras que se produjo antes de la subida del IVA, en septiembre del año pasado, y de la eliminación de la paga extra de Navidad de los funcionarios, unos efectos que se deberían revertir parcialmente en el corto plazo.

Al mercado laboral le cuesta arrancar. Para el conjunto de la eurozona, el índice de expectativas de contratación para los próximos tres meses ha consolidado los avances de diciembre y enero, pero se mantiene en niveles muy bajos. Sin embargo, la traza que el índice está dibujando para cada país es muy distinta y, quizás, es reveladora de las tendencias de fondo de cada caso. En Alemania el índice se encuentra estable en niveles superiores al promedio de la eurozona, mientras que en España se visualiza una notable mejora.

En Francia las expectativas de contratación se mantienen en niveles muy bajos, lo que sumado a la pérdida de competitividad del país galo de los últimos años no dibuja un cuadro muy esperanzador. En general, no existen grandes desequilibrios a nivel macroeconómico: un déficit público moderado (4,8% del PIB), un nivel de deuda privada y pública que no parecen alarmantes (165% del PIB y 90%, respectivamente) y un sector financiero relativamente saneado. Sin embargo, la evolución de la productividad ha sido muy pobre durante la última década. La consecuencia más palpable es la constante pérdida de competitividad a nivel internacional que está padeciendo y que se está traduciendo en un importante retroceso de la cuota de mercado de sus exportaciones. No obstante, de hecho, lo más preocupante es la falta de capacidad que parece que tiene el

Ventas minoristas

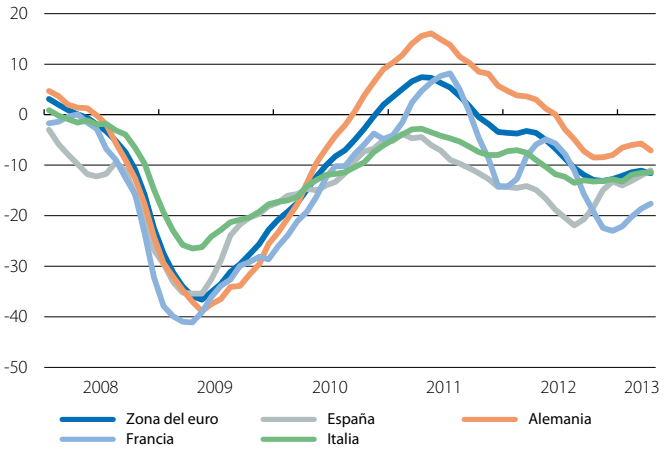
(Índice, enero 2011 = 100)



Fuente: *Eurostat.*

Expectativas de creación de empleo

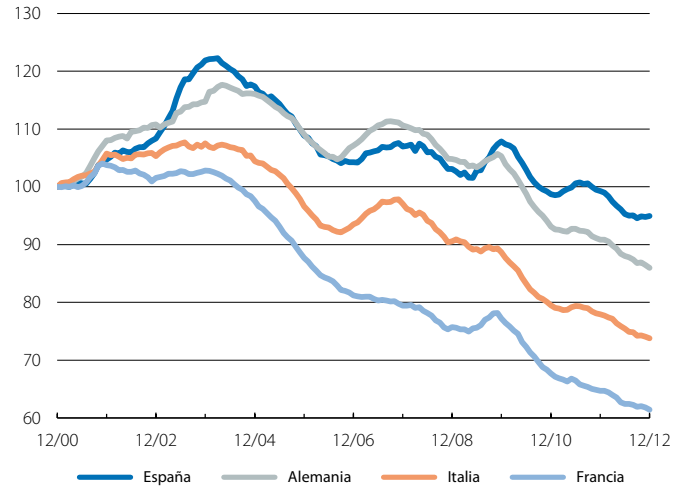
Saldos netos, media móvil de 3 meses (*)



Nota: *(*) Diferencia entre respuestas positivas y negativas de la encuesta de expectativas de creación de empleo en el sector manufacturero.*
Fuente: *Comisión Europea.*

Cuota mundial de las exportaciones de bienes

(Índice, diciembre 2000 = 100)



Fuentes: *Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.*

país galo para llevar a cabo reformas estructurales que puedan dar la vuelta a esta situación. En este contexto, sorprende que el FMI sitúe la capacidad de crecimiento a largo plazo de Francia en el 1,9% y la de Alemania, en el 1,2%. En cualquier caso, la situación de la economía francesa es delicada y, por lo tanto, deberá ser seguida con atención.

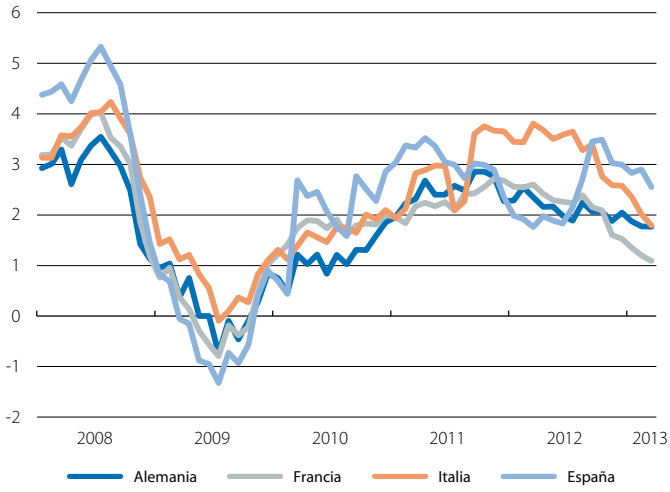
La inflación responde a la debilidad de la demanda interna y a la caída del precio del petroleo y se sitúa en el 1,2% en abril, según el avance de Eurostat. En un año se ha reducido 1,4 puntos y todo señala que esta tendencia podría seguir en los próximos meses. No se esperan grandes cambios impositivos y la demanda interna difícilmente ejercerá presiones al alza.

El BCE tiene margen y argumentos para implementar políticas expansivas. El crédito privado sigue sin recuperarse, aunque sí que se percibe cierta estabilización en el ritmo de deterioro, especialmente por lo que se refiere al crédito a las empresas. El crédito a los hogares muestra una tendencia bajista, si bien registra aún tasas de variación ligeramente positivas. La asignatura pendiente que tiene encima de la mesa el BCE, sin embargo, es como reducir la actual fragmentación del sistema financiero europeo. El ejemplo más claro de dicho problema son las distintas condiciones de acceso al crédito de las pymes en función del país en el que residen. En este sentido, Mario Draghi explicó en la reunión de abril del Consejo de Gobierno del BCE que están estudiando posibles medidas para facilitar el acceso de las empresas a la financiación, aunque enfatizó que la posibilidad de descontar préstamos como colateral en las subastas ya existe. El BCE reiteró que no puede suplir las necesidades de capital ni la inacción de los Gobiernos en materia de reformas.

El PIB de Hungría se desploma un 2,8% en el último trimestre de 2012 y da un toque de atención. En marzo, el nuevo gobernador del banco central manifestó su intención de efectuar cierta reducción del peso de la banca extranjera en el sistema financiero, regular la libre fijación de los precios energéticos y modificar las condiciones de los créditos en divisas. Ello provocó un incremento de la prima de riesgo-país, una depreciación del florín y una rebaja de *rating* crediticio de cuatro grandes bancos húngaros por parte de la agencia Moody's. Sin embargo, en las últimas semanas, parece confirmarse una situación menos lesiva para el entorno productivo y financiero del país. Aunque el subgobernador del banco central ha dimitido, posiblemente por discrepancias sobre las nuevas directrices de la política monetaria (más orientada a apoyar el crecimiento), las primeras decisiones del Gobierno y del banco central sobre la forma de disminuir la carga de la deuda en divisas de particulares y pequeñas empresas son prudentes. Así, se ofrecerán desde el banco central dos facilidades de crédito a tipo preferencial que permita a la banca ofrecer financiación barata a las pymes, una de ella específicamente destinada a sustituir créditos en divisas por financiación en florines. Este sesgo moderado ha sido bien recibido por los inversores internacionales, hasta el punto de que la prima de riesgo-país ha retornado a la situación anterior al anuncio de estas medidas.

IPCA

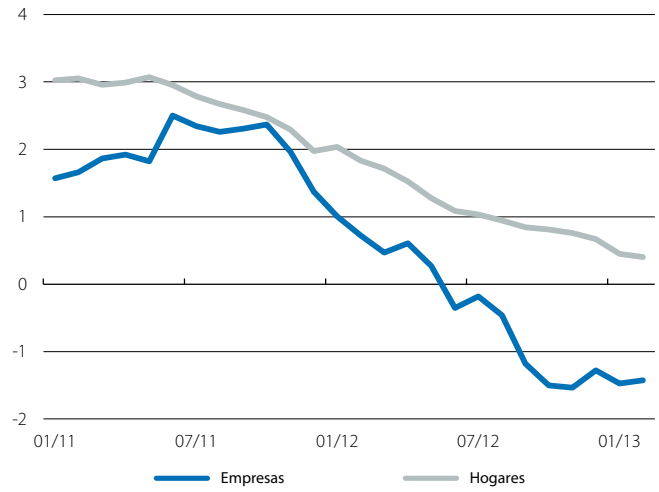
Variación interanual (%)



Fuente: *Eurostat.*

Eurozona: crédito al sector privado

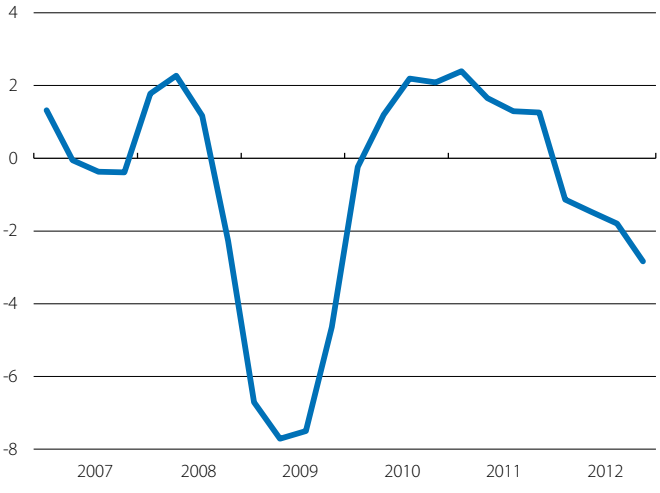
Variación interanual (%)



Fuente: *Banco Central Europeo.*

Hungría: producto interior bruto

Variación interanual (%)



Fuente: *Eurostat.*

FOCUS · La Unión Europea en busca del equilibrio perdido

La mayoría de países de la UE presenta importantes desequilibrios económicos. Esta es la conclusión que se desprende del nuevo informe sobre desequilibrios macroeconómicos (MIP, por sus siglas en inglés) que ha elaborado la CE. De los 27 países que integran la UE, 11 presentan desajustes que ponen en riesgo el funcionamiento de su economía y 2, España y Eslovenia, presentan desequilibrios excesivos que deben ser corregidos urgentemente. De hecho, con la nueva normativa la CE puede llegar a imponer sanciones si no se toman las medidas necesarias. Finalmente, otros 5 países han recibido asistencia financiera condicionada al cumplimiento de detallados programas de reformas (Grecia, Irlanda, Portugal, Chipre y, fuera de la eurozona, Rumanía).

La elaboración del MIP es una de las nuevas piezas que debe fortalecer la gobernanza de la UE. El objetivo: dotar de una mayor coordinación y supervisión a las distintas políticas macroeconómicas de los Estados miembros. El proceso es sencillo. Basándose en el análisis de 11 indicadores económicos, como por ejemplo el nivel de deuda, la evolución del precio de la vivienda o la competitividad exterior, la CE identifica al inicio de cada año los desequilibrios que presenta cada país. A partir de estos, recomienda la toma de medidas en aquellos ámbitos identificados como potencialmente problemáticos, unas sugerencias que los Gobiernos deben tener presentes en la elaboración de sus Programas de Reformas.

Según el vicepresidente de la CE, Olli Rehn, el endeudamiento excesivo, la baja competitividad y los elevados pasivos con el exterior son los principales desequilibrios que padecen los países de la UE. Respecto a la deuda privada, por ejemplo, 15 de los 27 países de la Unión Europea superaban en 2011 el umbral a partir del cual se considera que el endeudamiento puede suponer un riesgo para el crecimiento económico (160% del PIB). Sin embargo, las diferencias son significativas entre países. En Alemania se situaba en el 128%, mientras que en Irlanda superaba el 300%.

De hecho, según el MIP, la economía germana no muestra desequilibrios macroeconómicos preocupantes. Sin embargo, si no estimula la demanda interna, esto podría dejar de ser así. El superávit por cuenta corriente en los últimos 3 años se ha mantenido, en promedio, por debajo del 6%, el límite fijado por la CE, pero en 2012 ya se situó en el 7,0%. En el lado opuesto se encuentran los países periféricos, que tras muchos años con amplios déficits parece que finalmente los han podido ajustar.

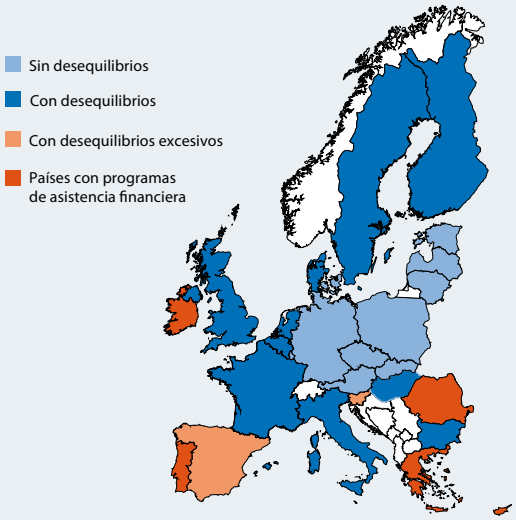
De los países con desequilibrios, la CE destaca a Eslovenia y España. En el primer caso, la principal prioridad es fortalecer el sistema bancario público. La elevada ratio de morosidad, que alcanzaba el 15% en 2012, mantiene la presión sobre las necesidades de capital del sector, que distintas estimaciones sitúan entre el 3% y el 5% del PIB.

Las recomendaciones de la CE se centran en impulsar la creación de una entidad que agrupe los activos problemáticos de los bancos y en mejorar la supervisión bancaria.

Por lo que respecta a la economía española, la CE considera que presenta importantes desequilibrios pese a los avances registrados durante los últimos años. El elevado endeudamiento, así como el impacto que la recesión está teniendo sobre el mercado laboral y las finanzas públicas son las principales preocupaciones. En este caso, por lo tanto, las reformas deben centrarse en mejorar la competitividad e impulsar el crecimiento, así como asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, unas sugerencias que el Ejecutivo español ha tenido en cuenta en la elaboración del Programa Nacional de Reformas.

Desequilibrios en la Unión Europea

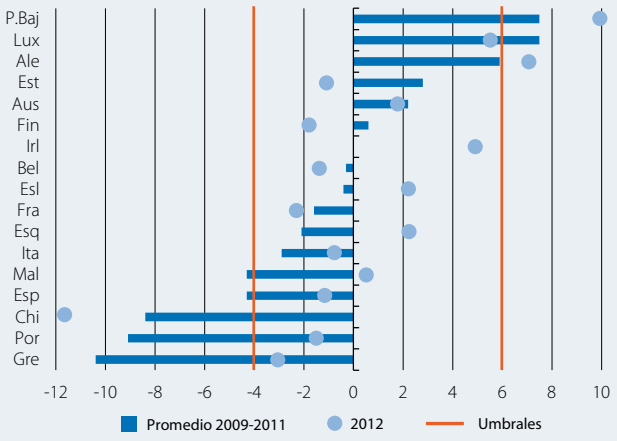
Situación de los países de la UE según el MIP



Fuentes: *Comisión Europea y elaboración propia.*

Eurozona: desequilibrio exterior por países

Saldo por cuenta corriente (% PIB)



Fuentes: *Comisión Europea, Eurostat y elaboración propia.*

FOCUS · Riqueza de los hogares por países: grandes diferencias y algunos motivos

La riqueza de los hogares presenta diferencias entre los países de la eurozona que parecen sorprendentes. Esto es lo que se desprende de la primera encuesta de presupuestos familiares a nivel europeo que ha coordinado el BCE. Según esta, la riqueza neta mediana[1] de los hogares españoles era en 2008, el año en que se realizó la encuesta, de 182.700 euros. En Alemania, en cambio, tan solo era de 51.400 euros en el año 2010. ¿Qué explica estas diferencias, que, en principio, parecen contradecir la percepción que tenemos sobre la distribución de la renta y de la riqueza en los países europeos?

Dos factores explican estas cifras. En primer lugar, la proporción de hogares que posee una vivienda es muy distinta entre países, desde el 83% de España hasta solamente un 44% en Alemania. Las diferencias son aún más acusadas entre los hogares de menos renta: un 78% de los hogares españoles son propietarios de su vivienda; en Alemania, en cambio, únicamente lo son un 16%.

Tener la vivienda en propiedad es la forma más habitual a través de la cual los hogares acumulan riqueza. Por lo tanto, aquellos países en que la proporción de hogares con una vivienda en propiedad es más elevada presentan una riqueza neta superior. De hecho, si comparamos la riqueza inmobiliaria de aquellos hogares con una vivienda en propiedad, las diferencias se reducen notablemente. Concretamente, para este colectivo la riqueza inmobiliaria mediana es de 180.000 euros en Alemania y de 209.600 euros en España.

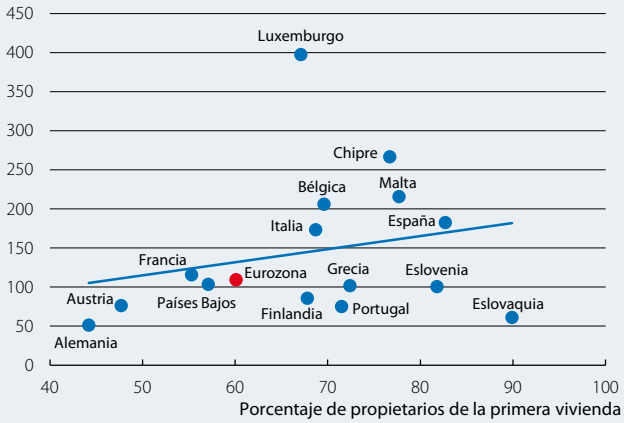
Dado que a nivel europeo el grueso de los activos de los hogares son inmobiliarios, el 69% del total, las fluctuaciones del precio de la vivienda tienen un efecto de primer orden en su riqueza. Desde que se efectuó la encuesta en España el precio de la vivienda ha caído un 26%, mientras que en Alemania ha subido un 11%. Tener en cuenta estos movimientos permite tener una primera aproximación de lo que podría ser la riqueza inmobiliaria mediana de los hogares con una vivienda en propiedad en el año 2012. En este caso, la de los hogares alemanes se situaría en los 199.800 euros, por encima de los 155.100 de los hogares españoles.

En definitiva, las diferencias entre la riqueza de los hogares españoles y alemanes existen, pero responden a factores muy concretos. Mientras en España la riqueza de los hogares siga concentrada en el sector inmobiliario, es de esperar que se vea más sujeta a las fluctuaciones del precio de la vivienda que en otros países europeos.

(1) La riqueza neta se obtiene de restar la deuda de los hogares de sus activos totales.

Porcentaje de propietarios de la primera vivienda y riqueza neta

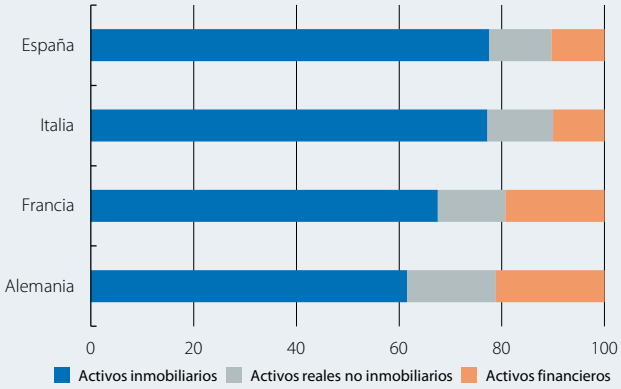
Riqueza neta mediana (miles de euros)



Fuente: *Household Finance and Consumption Survey (entre 2008-2011, según el país).*

Valor de los activos de los hogares

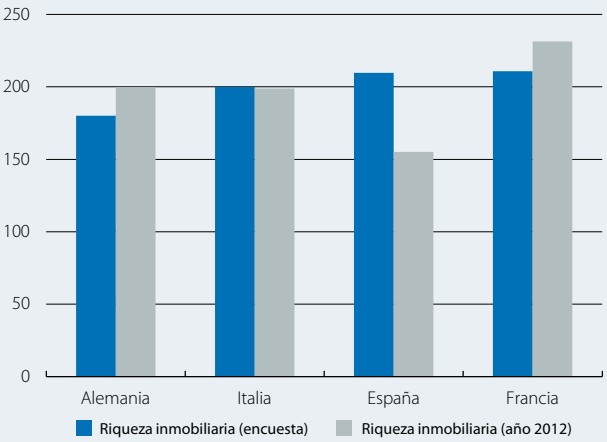
Sobre el total de activos (%)



Fuente: *Household Finance and Consumption Survey (entre 2008-2011, según el país).*

Riqueza inmobiliaria

(Miles de euros)



Fuentes: *Household Finance and Consumption Survey (entre 2008-2011, según el país), Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.*

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	03/13	04/13
Ventas al por menor *(variación interanual)*	–0,4	–1,9	–1,8	–1,6	–2,9	–1,9	–1,4	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	4,6	–2,1	–2,3	–2,2	–3,1	–2,4	–3,1	...	...
Confianza del consumidor	–14,5	–22,3	–19,5	–23,8	–26,2	–23,9	–23,6	–23,5	–22,3
Sentimiento económico	101,7	90,4	92,3	87,4	86,8	89,7	90,4	90,1	88,6
PMI manufacturas	52,2	46,2	45,4	45,1	45,9	47,9	47,9	46,8	46,5
PMI servicios	52,6	47,6	46,9	47,1	46,9	48,6	47,9	46,4	46,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	0,3	–0,7	–0,8	–0,6	–0,7	–	...	–	–
Tasa de paro: zona del euro *(% pob. act.)*	10,2	11,4	11,3	11,5	11,8	12,0	12,0	12,1	...
Alemania *(% pob. act.)*	5,9	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	...
Francia *(% pob. act.)*	9,6	10,2	10,2	10,3	10,5	10,8	10,9	11,0	...
Italia *(% pob. act.)*	8,4	10,6	10,6	10,7	11,2	11,7	11,5	11,5	...
España *(% pob. act.)*	21,7	25,0	24,8	25,5	26,1	26,4	26,5	26,7	...

Fuentes: *Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, Markit y elaboración propia.*

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2011	2012	1T 2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	03/13
Saldo corriente: zona del euro	**0,2**	**1,4**	**0,3**	**0,7**	**1,0**	**1,4**	**1,4**	**1,6**	**...**
Alemania	6,2	7,0	6,2	6,5	6,8	7,0	7,0	7,1	...
Francia	–1,9	–2,3	–1,9	–2,1	–2,2	–2,3	–2,4	–2,4	...
Italia	–3,1	–0,7	–2,5	–1,8	–1,3	–0,7	–0,6	–0,4	...
España	–3,7	–1,1	–3,5	–3,1	–2,3	–1,1	–0,9	–0,4	...
Tipo de cambio efectivo nominal [1] *(valor)*	**103,4**	**97,9**	**99,4**	**98,2**	**95,9**	**97,9**	**100,4**	**101,6**	**100,2**

Nota: *(1) Cambio ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.*
Fuentes: *Eurostat, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.*

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2011	2012	1T 2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	03/13
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras [1]	2,0	–0,3	0,7	0,2	–0,6	–1,4	–1,5	–1,4	–1,3
Crédito a hogares [1] [2]	2,7	1,2	1,9	1,3	0,9	0,7	0,4	0,4	0,4
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras [3] *(%)*	2,8	2,4	2,7	2,6	2,3	2,2	2,2	2,1	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda [4] *(%)*	3,3	3,1	3,4	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	1,4	4,2	1,9	2,5	4,9	7,3	7,7	8,2	8,2
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,0	2,7	2,4	1,0	1,8	1,7	0,8	0,5
Instrumentos negociables	–5,5	0,1	0,5	2,8	0,7	–3,6	–6,1	–8,8	–13,8
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	2,6	2,8	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,4	...

Notas: *(1) Datos ajustados de ventas y titulizaciones. (2) Incluyen las ISFLSH. (3) Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. (4) Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*
Fuente: *Banco Central Europeo.*

ECONOMÍA ESPAÑOLA

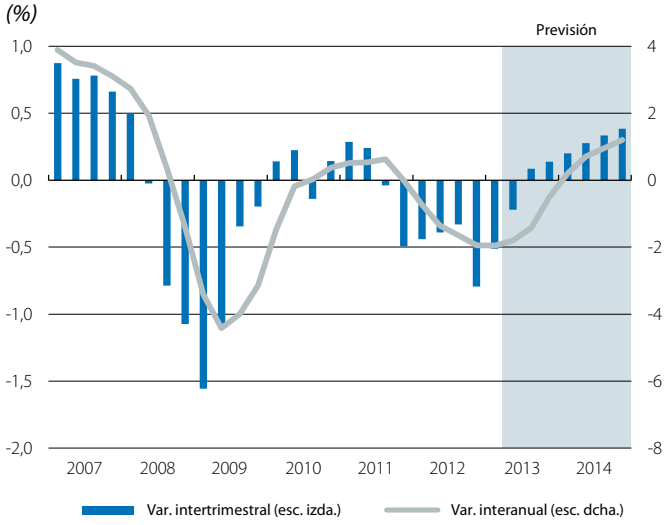
La intensidad de la recesión se va atenuando. El conjunto de indicadores, tanto de actividad como de confianza, presentan unos registros ligeramente mejores de los que presentaban a finales de 2012. Sin embargo, en marzo y abril han perdido el vigor con el que empezaron el año. Esto, de momento, no es motivo de preocupación, por lo que mantenemos nuestra previsión de crecimiento para 2013 en el –1,4%, con un primer semestre en el que todavía se anotarán tasas de crecimiento negativas, y una segunda parte del año en la que gradualmente se irán afianzando los avances. Este escenario es similar al nuevo cuadro de previsiones del FMI, en el que figura una caída del PIB del 1,6% para este año y un crecimiento del 0,7% para el próximo. Con todo, el FMI advierte que los riesgos en el medio plazo son notables y hace especial hincapié en la importancia de mantener la agenda de reformas estructurales al día.

En el primer trimestre, la contracción del PIB fue del 0,5% intertrimestral, 3 décimas menos que en el trimestre anterior (en línea con nuestra previsión). Esta evolución más favorable es atribuible, fundamentalmente, al menor retroceso de la demanda interna: tras un cuarto trimestre muy negativo por el adelanto de las compras y la inversión que provocó el aumento del IVA en septiembre y la supresión de la paga extraordinaria a los funcionarios, esta ha recuperado un poco el terreno perdido. Esto se ha visto acompañado por una mejora de la confianza de los consumidores, que subió más de 8 puntos, desde el mínimo de –40 alcanzado en diciembre hasta el –31,9 de marzo.

Los indicadores de actividad fueron de más a menos en el primer trimestre. Tras las esperanzadoras subidas experimentadas al inicio del año, en marzo deshicieron parte del camino recorrido. Por ejemplo, el índice PMI de gestores de compras del sector manufacturero alcanzó los 46,8 puntos en febrero, y en marzo retrocedió hasta los 44,2 puntos, un valor ligeramente inferior al promedio del cuarto trimestre. El deterioro es, en gran medida, producto de los nuevos focos de incertidumbre provenientes de Italia y Eslovenia, dos elementos que deberían resolverse favorablemente en el corto plazo. En Italia se ha reelegido a Giorgio Napolitano, de 87 años, al frente de la presidencia del país y Enrico Letta ha recibido la difícil tarea de liderar un Gobierno de consenso. No se esperan grandes avances en la agenda de reformas, que por otro lado sí necesita el país transalpino de forma urgente, pero el desbloqueo político debería ser suficiente como para que Italia ceda protagonismo. Eslovenia, con un sector bancario público con serios problemas de insolvencia, es altamente probable que se vea forzada a pedir ayuda financiera al MEDE en el corto plazo. Sería sorprendente que se volvieran a repetir los errores cometidos en el caso chipriota, por lo que a priori no hay motivos para pensar que ello pueda volver a tensionar los mercados financieros.

España: PIB

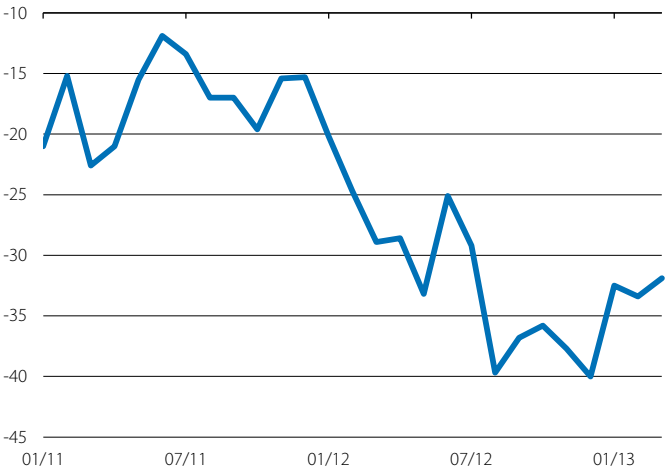
(%)



Fuentes: *INE y elaboración propia.*

España: confianza de los consumidores

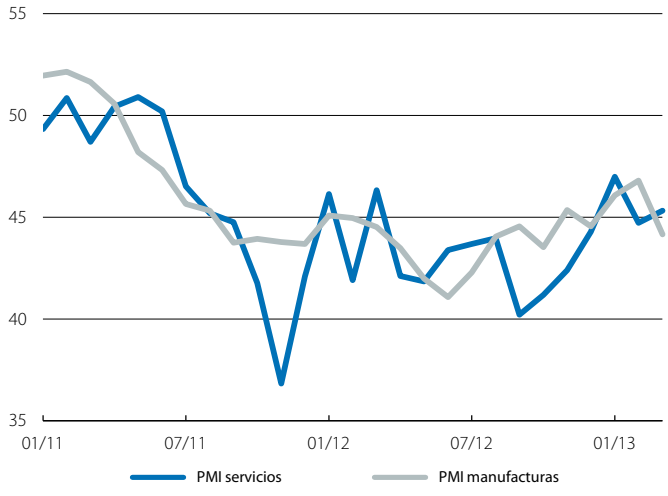
(Valor)



Fuente: *Comisión Europea.*

España: índice PMI

(Valor)



Fuente: *Markit.*

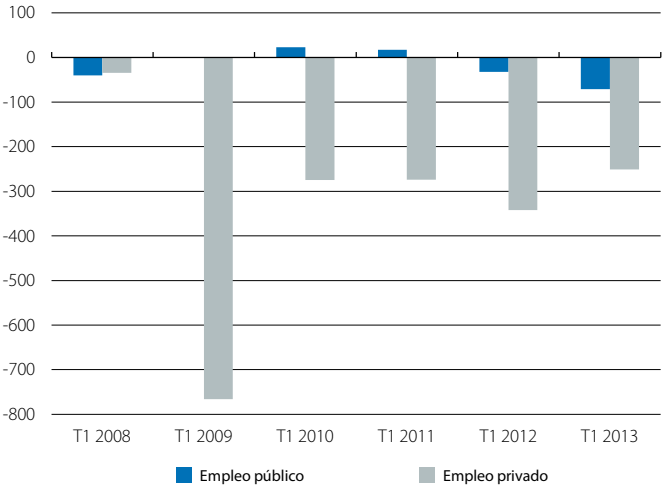
El mercado laboral presenta una evolución favorable dentro de la gravedad. En conjunto, el número de ocupados descendió en 322.300 personas en el primer trimestre, un retroceso algo inferior al registrado en el mismo periodo del año anterior. Es interesante el desglose entre la evolución del sector privado y el sector público. El ajuste en este último empezó más tarde y, de momento, no hay indicios de que esté tocando fondo. En el sector privado el descenso que se ha producido, aun siendo importante, ha sido el menor de los últimos cuatro años. La valoración del aumento del número de parados, en 237.400 personas, es similar: aunque no se puede evaluar la cifra positivamente, es uno de los mejores primeros trimestres de los últimos 6 años. Solo en el primer trimestre de 2011 el aumento del número de parados fue inferior, aunque la diferencia es pequeña. Tanto las cifras de ocupados como las de parados, por lo tanto, vienen acompañadas de un mensaje clave: la recesión todavía está presente y se hace notar en el mercado de trabajo, pero parece que va perdiendo fuerza. Otro dato relevante de la EPA ha sido el descenso de la población activa, en 85.000 personas; ello ha situado la tasa de paro en el 27,2%, 1,1 puntos porcentuales por encima del registro del trimestre anterior.

Las expectativas de contratación empiezan a recuperar el terreno perdido. A pesar de que se han mantenido muy débiles desde que empezó la recesión, en los últimos meses, sin embargo, han iniciado una interesante tendencia alcista acorde con la mejora de los indicadores de actividad. En el sector de la industria, que es donde más cayeron, ya llevan 7 meses recuperándose, mientras que en el sector servicios es un fenómeno más reciente. Aunque el ritmo al que están aumentando parece algo lento, de mantenerse, los indicadores se situarían en terreno positivo a finales de este año. En el corto plazo, por lo tanto, parece difícil que el mercado de trabajo presente mejoras estructurales. Los movimientos que observaremos en los próximos trimestres estarán dominados, sobre todo, por factores estacionales. Pero si se va confirmando este cambio de tendencia, el año que viene podría ser el de la estabilización del mercado de trabajo.

El apoyo de las exportaciones hacia fuera de la eurozona es clave. El peso de las exportaciones españolas a la zona euro ha pasado de estar por encima del 60% a estar por debajo del 50% en solo 8 años. El fuerte ritmo de crecimiento que han mantenido las exportaciones ha sido determinante para amortiguar, en parte, el impacto de la recesión (véase Focus «España: diversifica y exportarás», en el capítulo de Economía Española del presente *Informe Mensual*). Por esto preocupa especialmente que los síntomas de debilidad que se han observado en los recientes indicadores de actividad de forma más o menos generalizada a nivel global se traduzcan en una reducción de las exportaciones extracomunitarias. De momento, no hay signos de que esto esté ocurriendo. De hecho, los pedidos industriales de fuera del área del euro aumentaron un 14,2% interanual en febrero, un punto más que en enero. Lo que sí es conocido es la debilidad de los pedidos nacionales y del resto de países de la zona del euro (–9,2% y –2,6% interanual, respectivamente) que, de momento,

España: evolución del empleo

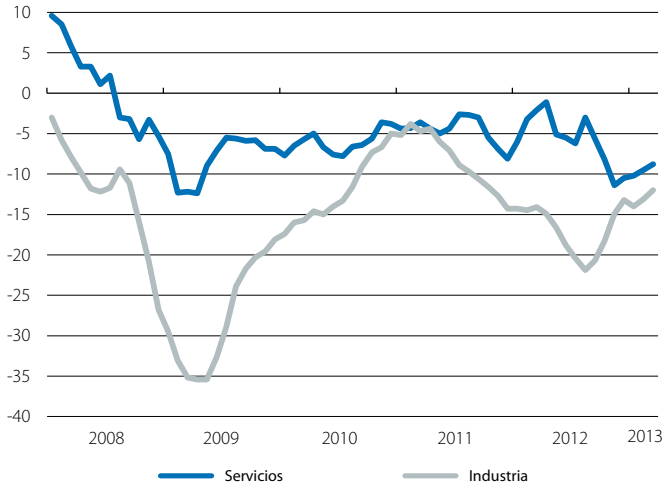
Variación intertrimestral (miles de empleados)



Fuente: *INE.*

España: expectativas de contratación

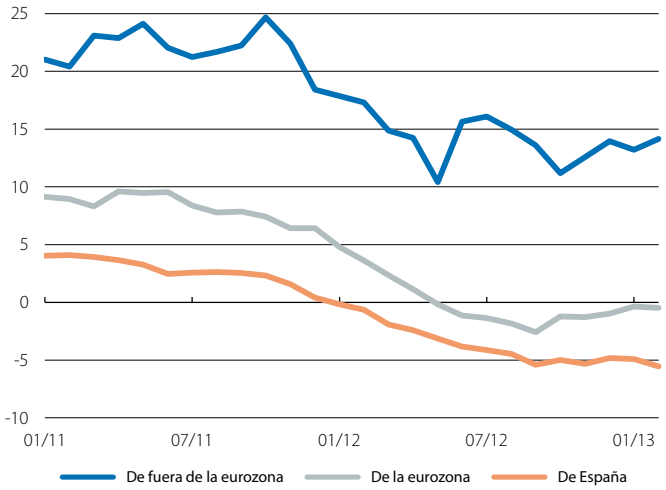
Media móvil 3 meses (valor)



Fuente: *Comisión Europea.*

España: pedidos industriales

Datos acumulados de 12 meses, variación interanual (%)



Fuente: *INE.*

siguen sin dar señales de querer levantar cabeza, aunque deberían hacerlo pronto si la recuperación va ganando tracción.

El menor ritmo de consolidación fiscal también ayudará. El Gobierno, con el apoyo de la CE y el FMI, ha relajado la senda de consolidación fiscal y ha pospuesto hasta 2016 la reducción del déficit por debajo del 3% del PIB. Para este año, el Programa de Estabilidad presentado contempla un ajuste del déficit de 7 décimas, hasta el 6,3% (frente al 4,5% anterior). Esto ha sido acompañado por el anuncio de nuevas reformas estructurales que pretenden aumentar la capacidad de crecimiento de la economía a largo plazo y mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas. Destacan la desindexación de los salarios a la tasa de inflación de los ocupados en la Administración pública, la creación de un grupo de trabajo para reformar el sistema de pensiones y la racionalización de la administración local. (Véase Focus «El ritmo de consolidación fiscal se relaja, el esfuerzo no», en el capítulo de Economía Española del presente *Informe Mensual* para un análisis más detallado).

El cambio en la política fiscal recibe el apoyo de los mercados. A finales de abril, el Tesoro colocó letras a 3 meses al menor tipo de interés de la serie histórica y la prima de riesgo bajó de los 300 puntos básicos. Además, las expectativas de una posible bajada del tipo de interés rector por parte del BCE y la entrada de liquidez proveniente de Japón hacen prever que la mejora de las condiciones de financiación permanecerá en los próximos meses.

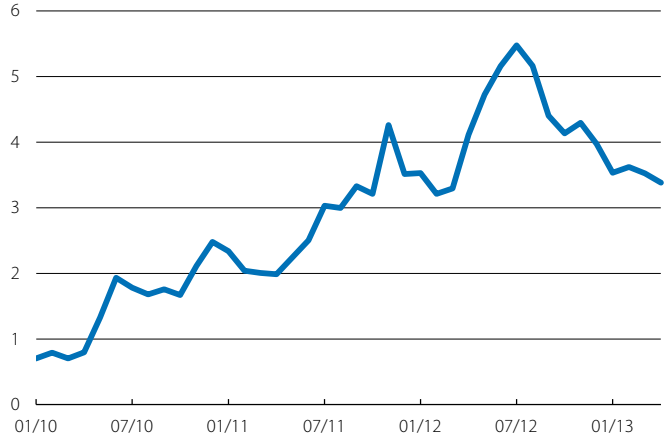
La confianza en el sector bancario se va afianzando poco a poco. En marzo, los bancos españoles redujeron su dependencia de la financiación del BCE hasta los 260.000 millones de euros. La reapertura de los mercados de financiación mayorista y los avances en el proceso de saneamiento del sector bancario hacen prever que esta tendencia continuará en los próximos meses. Los depósitos de hogares y empresas en los bancos españoles siguen incrementándose, con una preferencia por los depósitos a plazo, que han aumentado en 9.000 millones de euros en los dos primeros meses del año. De esta forma, los depositantes buscan una mayor rentabilidad de sus ahorros, que se ve mermada en un entorno de bajos tipos de interés y las limitaciones en la remuneración fijadas por el Banco de España.

El ajuste del crédito avanza de acuerdo con el débil pulso de la economía. La financiación al sector privado siguió su tendencia contractiva en febrero, con una variación interanual del –5,8%, lo que refleja el proceso de desapalancamiento al que están sometidos los hogares y las empresas. Solamente se incrementa la financiación al sector público, con un crecimiento en febrero del 13,7% interanual. La tasa de morosidad descendió en febrero hasta el 10,4% por el traspaso de activos a la Sareb por parte de los bancos que han recibido ayudas públicas.

El crédito volverá a fluir a la economía real a medida que se afiance la recuperación económica. De momento, la capacidad crediticia del sector bancario sigue limitada por la elevada incertidumbre, pero el saneamiento del sector debería ayudar a restituir la oferta de crédito en los próximos trimestres. Más preocupante es la evolución de la demanda de crédito, que continúa contrayéndose.

España: prima de riesgo

Diferencial de rentabilidad bonos 10 años España-Alemania
Promedio mensual (%)



Fuente: *Bloomberg.*

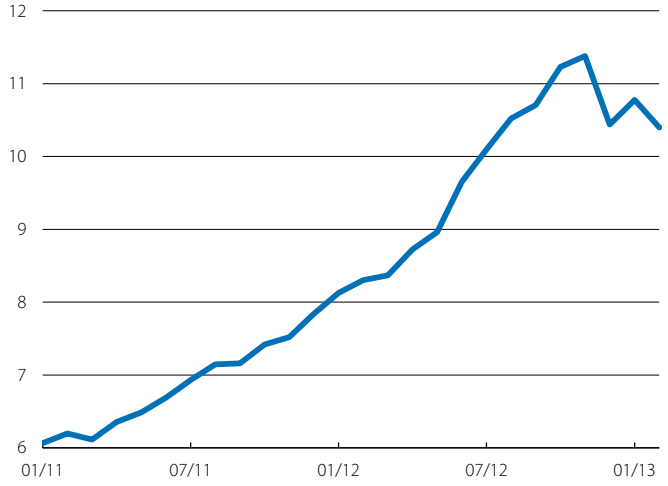
España: depósitos de los hogares

Variación interanual (%)

Fuente: *Banco de España.*

España: tasa de morosidad bancaria

Créditos dudosos sobre el total del crédito (%)



Fuente: *Banco de España.*

FOCUS · Financiación empresarial: menor endeudamiento y más diversificación

Durante los últimos cinco años las empresas españolas han mejorado notablemente su posición financiera. Esta tendencia se aceleró en el año 2012, con un incremento anual de la capacidad de financiación del 92,4%, hasta los 36.269 millones de euros (el 3,5% del PIB). Ello contrasta con la evolución de los hogares y la Administración pública, que, en el mismo periodo, sufrieron un importante deterioro de su capacidad de financiación. En cierto modo, resulta sorprendente que en un contexto de recesión económica, las empresas hayan experimentado tal mejora en agregado.

Un análisis detallado de los datos de la contabilidad nacional muestra que hay dos factores fundamentales que lo explican. En primer lugar, el excedente bruto de explotación (EBE) se incrementó un 4,6% en 2012 como resultado de la reducción de la remuneración a los asalariados, que, a su vez, se explica por el descenso del empleo. Es importante remarcar que, en contabilidad nacional, el EBE es lo que queda del valor añadido bruto una vez remunerado el factor trabajo y pagados los impuestos netos sobre la producción. Por lo tanto, no es equivalente a los beneficios empresariales, ya que también incluye amortizaciones y otras rentas (alquileres, etc.). El segundo factor que ha ayudado a aumentar el ahorro empresarial es la reducción de la inversión, que fue del –3,6% en 2012.

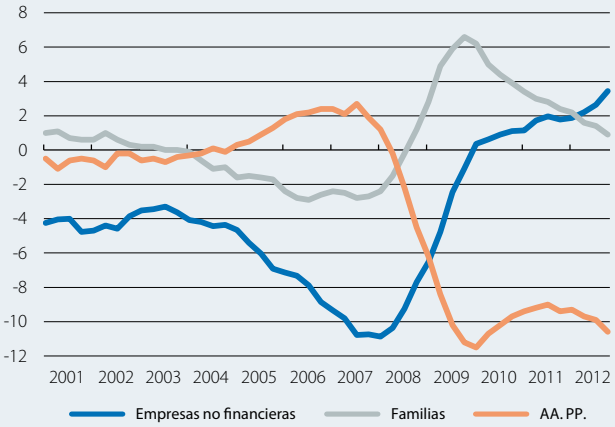
Las empresas están usando esta capacidad de financiación para desapalancarse. Según las cuentas financieras publicadas por el Banco de España, la deuda empresarial se ha reducido desde el máximo de 1.494.803 millones de euros registrado en 2010 (144,4% del PIB) hasta los 1.372.008 del cuarto trimestre de 2012 (131,7% del PIB). Esta tendencia se aceleró en el cuarto trimestre del año pasado por el traspaso de préstamos bancarios a la Sareb, al ser valorados según el precio de la transacción, que es inferior al valor al que estaban registrados previamente en el balance de las entidades bancarias.

También se está produciendo un cambio de composición de la deuda de las empresas. En el último trimestre del año, con la reapertura gradual de los mercados de financiación internacionales, las grandes empresas españolas aprovecharon la ocasión para emitir bonos corporativos. Las colocaciones tuvieron muy buena acogida y permitieron la diversificación de las fuentes de financiación empresariales. Esta tendencia se aceleró en el primer trimestre del año, con emisiones de bonos por valor de 6.935 millones de euros. Sin embargo, la capacidad de este canal de financiación para amortiguar la caída del crédito bancario es limitada, pues los principales compradores de estos bonos fueron las instituciones financieras y, además, solamente unas pocas empresas pueden acceder a este mercado.

En definitiva, las empresas no financieras son el sector de la economía española que más ha avanzado en su proceso de desapalancamiento y el que, poco a poco, está consiguiendo diversificar sus fuentes de financiación. La mayor capacidad de financiación del sector permite posicionar las empresas en una situación estratégica para que puedan incrementar la inversión en el momento que aparezcan nuevas oportunidades de negocio.

Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación por sectores

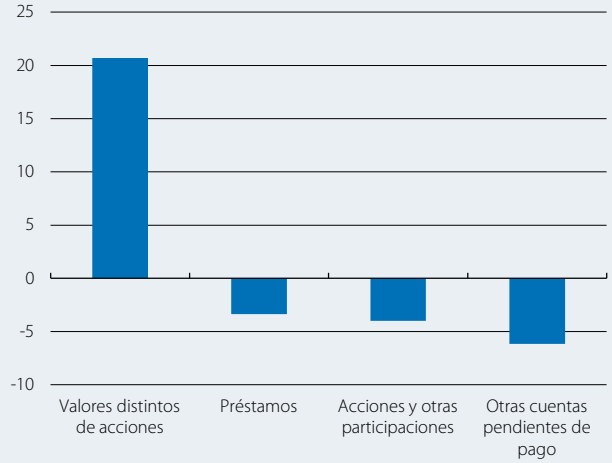
(% PIB, acumulado de 4 trimestres)



Fuente: *Banco de España.*

Pasivo de las sociedades no financieras

(%, variación 2011-2012)



Fuente: *Banco de España.*

FOCUS · España: diversifica y exportarás

El sector exterior adquiere cada vez más protagonismo. Su evolución durante los últimos años está permitiendo amortiguar el impacto de la crisis y corregir más rápidamente los desequilibrios exteriores. El saldo de bienes y servicios, por ejemplo, ha pasado de registrar un déficit de 71.092 millones de euros en 2008 a un superávit de 11.312 millones en 2012. En los primeros meses del año esta tendencia no presenta síntomas de agotamiento y el excedente ya alcanza los 15.390 millones de euros. ¿Cuál es el secreto del éxito del sector exterior español? Y, sobre todo, ¿es sostenible?

Tras el hundimiento del comercio mundial en 2009, las exportaciones españolas recuperaron en un año el terreno perdido y siguieron creciendo a un ritmo más que notable en 2011 y 2012. Las importantes mejoras de competitividad de los últimos años están permitiendo, en gran medida, este fuerte ritmo de avance. Precisamente, es en los países contra los que España está ganando más competitividad donde han aumentado más las exportaciones. Esto se está aprovechando para diversificar las exportaciones, tanto a nivel geográfico, como en términos de producto.

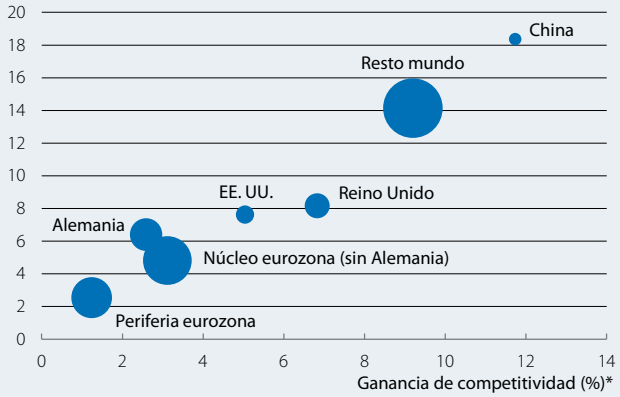
Respecto a la mayor diversificación geográfica, destaca la pérdida de peso de las exportaciones a la eurozona en favor de los nuevos destinos. En 2012, las exportaciones de bienes hacia la zona del euro coparon el 49,6% del total, frente el 60,1% de 2004. Esto es resultado de la pobre evolución de las exportaciones de bienes hacia los países de la eurozona, que cayeron un 2,7% el año pasado, combinado con el impresionante avance de las ventas hacia África, América y Asia, con crecimientos del 30,6%, el 14,1% y el 11,9%, respectivamente. En 2013, esta tendencia no presenta síntomas de agotamiento y, de hecho, los pedidos industriales de fuera de la zona del euro se han acelerado en los últimos meses.

La mayor diversificación de los productos exportados es también muy importante. Quizás, el ejemplo más claro se ha producido en la exportación de servicios no turísticos. El peso de los servicios turísticos y los no turísticos era similar en 2005, pero el crecimiento de las exportaciones de servicios prestados a empresas extranjeras, servicios financieros, informáticos, de transporte o construcción ha hecho que este sea, a día de hoy, un 50% superior. El estereotipo de que España solo exporta turismo irá desapareciendo con el tiempo.

El protagonismo que está adquiriendo el sector exterior parece que, de momento, es merecido. Que siga teniendo un papel principal, abriendo nuevos mercados y diversificando la gama de productos, dependerá, en gran medida, de si se siguen produciendo nuevas mejoras en la competitividad de la economía.

Exportación de bienes y competitividad

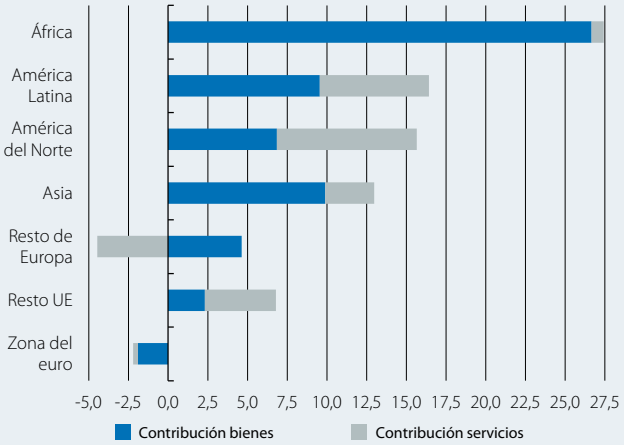
Var. anualizada de export. españolas de bienes, 2009-2012 (%)



Notas: *El tamaño de las bolas representa el volumen de las exportaciones españolas hacia estos mercados.*
(*) De España respecto a estos países basada en la reducción del tipo de cambio real.
Fuentes: *Fondo Monetario Internacional, OCDE y elaboración propia.*

Crecimiento de las exportaciones

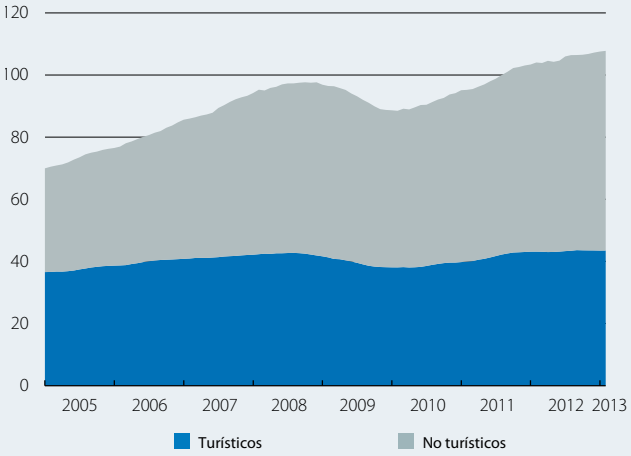
Variación interanual en 2012 (%)



Fuente: *Ministerio de Economía y Competitividad.*

Exportaciones de servicios

(Miles de millones de euros)



Fuente: *Banco de España.*

FOCUS · El ritmo de consolidación fiscal se relaja, el esfuerzo no

El Gobierno ha anunciado una importante relajación de la senda de consolidación fiscal. Concretamente, el nuevo objetivo de déficit público para este año es del 6,3% del PIB, 1,8 puntos porcentuales por encima del objetivo acordado en julio pasado con la CE, y 3,3 puntos más que la cifra presentada en el Programa de Estabilidad del año pasado. El apoyo de la CE y el FMI a esta revisión pone de manifiesto el nuevo consenso internacional que se está gestando a favor de una menor velocidad en el ajuste de los desequilibrios fiscales. Se espera que ello ayude a acelerar el ritmo de recuperación económica. La reducción del déficit público prevista, por lo tanto, será de tan solo 7 décimas este año, una cifra tres veces menor a la del año pasado. ¿Significa esto que el esfuerzo fiscal será inferior?

El esfuerzo fiscal es el conjunto de medidas, tanto de ingresos como de gastos, que se tienen que tomar para poder reducir el déficit público. Estas, por lo tanto, además de la reducción del déficit deseada, tienen que compensar por el efecto que el deterioro económico tiene sobre la recaudación y los gastos, y por el fin de medidas fiscales temporales tomadas con anterioridad. Este año, ninguno de estos dos efectos será irrelevante. De acuerdo con las estimaciones del Gobierno, el fin de las medidas fiscales temporales que se tomaron el año pasado, como la supresión de la paga extraordinaria de Navidad a los funcionarios o la recaudación por la amnistía fiscal, reducirá los ingresos y aumentará los gastos en un 1,0% del PIB.

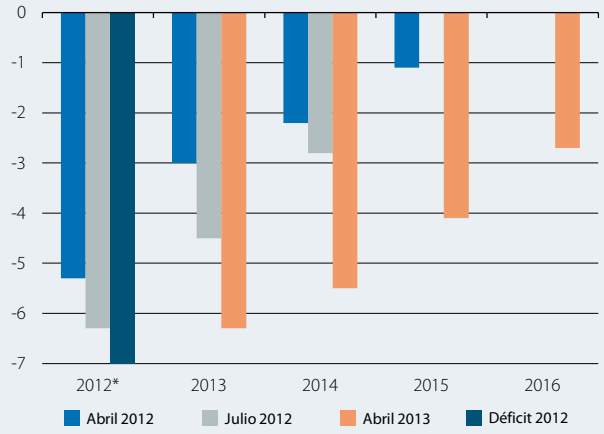
Tampoco la situación económica ayudará. En este caso, el efecto del aumento de la tasa de paro es uno de los elementos más importantes, tanto por el impacto que tiene sobre los ingresos fiscales, vía una menor recaudación tributaria, como en los gastos, por el aumento de las prestaciones de paro. El aumento que se ha producido en la deuda pública en los últimos años es un factor de presión adicional. A pesar de que el coste medio de la deuda se ha mantenido relativamente estable, el mayor nivel de deuda ha aumentado su factura de los 16.931 millones de euros de 2007 a los 31.322 millones de euros en 2012. Este año se espera que esta partida aumente en otros 5.360 millones de euros.

Ante este escenario, el esfuerzo fiscal que se debe realizar es considerable. Según las estimaciones del Gobierno, las medidas anunciadas, tanto de ingresos como de gastos, supondrán un ahorro para las arcas públicas del 4,4% del PIB. Entre estas medidas destacan el aumento de la recaudación del impuesto de sociedades y del IVA, este último debido al alza de los tipos impositivos en septiembre de 2012. El menor gasto en el subsidio de desempleo, por el cambio en el cómputo de las prestaciones, también contribuirá a reducir el gasto.

Un esfuerzo fiscal de 4,4 p. p. debería ser suficiente para reducir el déficit 7 décimas, hasta el 6,3% del PIB. Dado que el efecto de las medidas temporales es de 1,0 p. p. las medidas anunciadas pueden llegar a compensar un efecto del deterioro económico sobre las cuentas públicas de hasta 2,7 p. p., una cifra que parece bastante conservadora, dado que el año pasado, con una caída similar del PIB a la prevista para este año, el efecto del deterioro ecónomico fue de 2,2 p. p. Todo apunta, por lo tanto, a que este año se podrá alcanzar el objetivo de déficit fiscal. El Gobierno, en cualquier caso, se ha mostrado dispuesto a tomar medidas adicionales en septiembre si el efecto de las tomadas hasta la fecha es menor al esperado, o si el deterioro económico acaba siendo mayor de lo previsto.

Objetivos de déficit fiscal

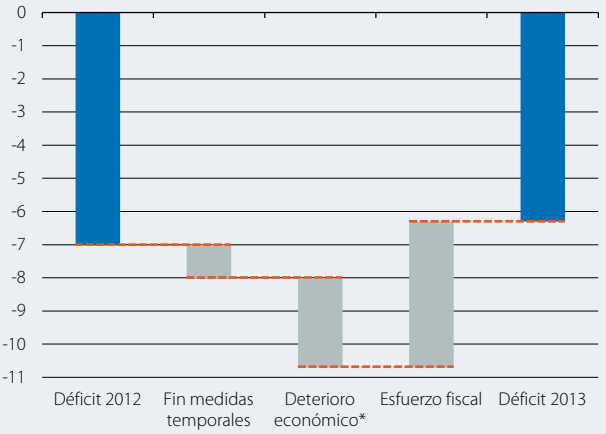
(% PIB)



Nota: *(*) No incluye gastos ligados a la reestructuración bancaria.*
Fuente: *Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.*

Ajuste del déficit público de 2013

(% PIB)



Nota: *(*) Incluye el pago de intereses.*
Fuentes: *Programa de Estabilidad y elaboración propia.*

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE ESPAÑA

Porcentaje de variación sobre el periodo anterior, salvo indicación expresa

Indicadores de actividad

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	03/13	04/13
Industria									
Consumo de electricidad	–1,3	–1,9	–1,3	–1,9	–2,5	–4,3	–5,0	–2,1	...
Índice de producción industrial	–1,4	–6,0	–7,1	–5,5	–5,6	–5,0	–6,5	...	...
Indicador de confianza en la industria *(valor)*	–12,5	–17,5	–17,4	–20,0	–17,9	–18,6	–13,5	–15,7	–17,4
PMI de manufacturas *(valor)*	47,3	43,8	42,2	43,6	44,5	46,1	46,8	44,2	...
Construcción									
Viviendas (visados obra nueva)	–14,6	–43,5	–46,4	–49,4	–44,1	–31,4	–6,6	...	...
Compraventa de viviendas (INE)	–18,1	–8,6	–10,9	0,5	3,0	18,9	17,3	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	6,6	2,7	3,1	4,8	–1,8	–1,4	–0,4	7,7	...
PMI de servicios *(valor)*	46,5	43,1	42,4	42,6	42,6	47,0	44,7	45,3	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	–5,4	–6,7	–6,3	–6,2	–9,3	–3,9	2,8	–1,2	...
Matriculaciones de automóviles	–17,7	–13,4	–13,7	–17,8	–21,7	–9,6	–9,8	–13,9	...
Indicador de confianza de los consumidores *(valor)*	–17,1	–31,7	–29,0	–35,2	–37,8	–32,5	–33,4	–31,9	–28,8

Fuentes: *Ministerio de Economía y Competitividad, Ministerio de Fomento, INE, Markit, Comisión Europea y elaboración propia.*

Indicadores de empleo

	2011	2012	1T 2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	03/13
Afiliados a la Seguridad Social [1]									
Sectores de actividad									
Industria	–2,7	–5,3	–4,2	–5,2	–5,9	–5,9	–6,0	–5,7	–5,6
Construcción	–12,2	–17,0	–16,4	–17,3	–17,7	–16,8	–16,0	–15,5	–15,7
Servicios	0,2	–1,7	–0,9	–1,6	–1,8	–2,6	–3,1	–3,0	–2,8
Situación profesional									
Asalariados	–1,4	–3,8	–2,9	–3,7	–3,9	–4,7	–5,3	–5,0	–4,9
No asalariados	–1,2	–1,4	–1,3	–1,3	–1,4	–1,6	–1,2	–1,6	–1,5
TOTAL	**–1,3**	**–3,4**	**–2,6**	**–3,2**	**–3,5**	**–4,1**	**–4,6**	**–4,4**	**–4,3**
Población ocupada [2]	**–1,9**	**–4,5**	**–4,0**	**–4,8**	**–4,6**	**–4,8**	–	–4,6	–
Contratos registrados [3]									
Indefinidos	–9,6	–2,2	–19,3	–5,7	–3,8	–24,8	32,6	22,9	–0,4
Temporales	1,0	–4,8	–6,7	–4,8	–5,1	–3,0	4,0	–3,0	–6,1
TOTAL	**0,1**	**–4,6**	**–7,8**	**–4,8**	**–5,0**	**–1,1**	**6,1**	**–1,0**	**–5,6**
Paro registrado [3]									
Menores de 25 años	0,6	4,5	6,2	7,3	4,0	0,5	–2,8	–4,4	–5,7
Resto de edades	5,4	11,7	9,7	12,4	12,8	11,7	9,6	8,3	7,4
TOTAL	**4,8**	**10,9**	**9,3**	**11,9**	**11,9**	**10,5**	**8,3**	**7,0**	**6,0**

Notas: *(1) Datos medios mensuales. (2) Estimación EPA. (3) Datos SEPE.*
Fuentes: *Ministerio de Empleo y Seguridad Social, INE, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.*

Precios

	2011	2012	1T 2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	03/13
General	**3,2**	**2,4**	**2,0**	**2,0**	**2,8**	**3,1**	**2,7**	**2,7**	**2,4**
Subyacente	1,7	1,6	1,2	1,2	1,6	2,3	2,2	2,3	2,3
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	1,4	1,9	2,5	3,3	4,3	3,1	2,5
Productos energéticos	15,8	8,8	7,8	7,8	11,0	8,8	5,3	5,9	3,2

Fuente: *INE.*

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2011	2012	1T 2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13
Comercio de bienes								
Exportaciones *(variación interanual)*	15,4	3,8	3,2	3,5	4,2	4,2	7,9	2,4
Importaciones *(variación interanual)*	9,6	–2,8	–0,6	–2,2	–2,1	–6,4	5,7	–9,8
Saldo corriente	**–39,8**	**–11,3**	**–36,9**	**–32,4**	**–24,3**	**–11,3**	**–9,2**	**–4,6**
Bienes	–42,3	–25,8	–39,9	–37,1	–32,7	–25,8	–25,5	–22,9
Servicios	34,6	37,1	35,7	35,7	37,1	37,1	37,5	38,3
Rentas	–25,7	–18,6	–26,1	–24,7	–21,4	–18,6	–17,4	–16,5
Transferencias	–6,4	–4,0	–6,6	–6,3	–7,3	–4,0	–3,9	–3,5
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**–34,3**	**–4,7**	**–32,3**	**–27,4**	**–19,1**	**–4,7**	**–2,4**	**2,8**

Fuentes: *Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales, Banco de España y elaboración propia.*

Sector público

% PIB, acumulado en el año, salvo indicación expresa

	2011	2012	1T 2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	03/13
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**–9,4**	**–10,6**	**–1,4**	**–4,4**	**–6,3**	**–10,6**	**–**	**...**	**–**
Estado [1]	–5,6	–7,8	–1,9	–4,6	–5,3	–7,8	–1,2	–2,2	–1,6
Comunidades autónomas	–3,3	–1,8	0,0	–0,7	–0,9	–1,8	–0,1	–0,1	...
Corporaciones locales	–0,4	–0,2	0,1	0,0	0,1	–0,2	–	...	–
Seguridad Social	–0,1	–1,0	0,4	0,9	–0,1	–1,0	0,2	0,3	...
Deuda pública *(% PIB)*	**69,3**	**84,2**	**73,0**	**76,0**	**77,4**	**84,2**	**–**	**...**	**–**

Nota: *(1) Incluye medidas ligadas a la reestructuración bancaria.*
Fuentes: *IGAE, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Banco de España y elaboración propia.*

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2011	2012	1T 2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	Saldo 02/13 [1]
Financiación a los sectores no financieros [2]									
Sector privado	–2,0	–3,9	–3,1	–3,2	–4,0	–5,3	–7,0	–5,8	1.944,4
Empresas no financieras	–2,0	–4,0	–3,0	–2,9	–4,0	–6,1	–9,0	–7,1	1.120,9
Hogares [3]	–2,0	–3,8	–3,3	–3,6	–4,1	–4,1	–4,2	–3,9	823,5
Administraciones públicas [4]	15,9	14,9	13,6	13,8	15,0	17,1	19,3	13,7	913,6
TOTAL	**1,8**	**0,7**	**0,8**	**0,9**	**0,7**	**0,3**	**–0,1**	**0,9**	**2.858,0**
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	0,3	–4,5	–4,2	–5,1	–6,2	–2,7	–0,4	–0,2	1.172,2
A la vista	1,9	0,2	1,9	1,8	–0,9	–1,9	–0,2	0,8	263,8
De ahorro	–1,4	–2,8	–5,6	–5,0	–0,8	0,2	–0,6	–0,2	195,9
A plazo	0,6	–6,7	–5,7	–7,3	–9,6	–4,4	–0,8	–0,9	692,6
En moneda extranjera	–12,3	–4,0	–11,2	–17,8	–7,1	20,1	12,1	15,3	19,9
Resto del pasivo [5]	–4,4	–13,2	–4,3	–11,0	–19,2	–18,3	–20,5	–21,1	144,3
TOTAL	**–0,4**	**–5,7**	**–4,2**	**–5,9**	**–8,0**	**–4,8**	**–3,1**	**–3,0**	**1.316,5**

Notas: *(1) Miles de millones de euros. (2) Residentes en España. (3) Incluyen las ISFLSH. (4) Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre AA. PP.*
(5) Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros titulizados, cesión temporal de activos y depósitos subordinados.
Fuentes: *Banco de España y elaboración propia.*

PIB POTENCIAL, UN CONCEPTO CLAVE PERO DIFUSO

PIB potencial y brecha de producción: ¿qué miden y de qué dependen?

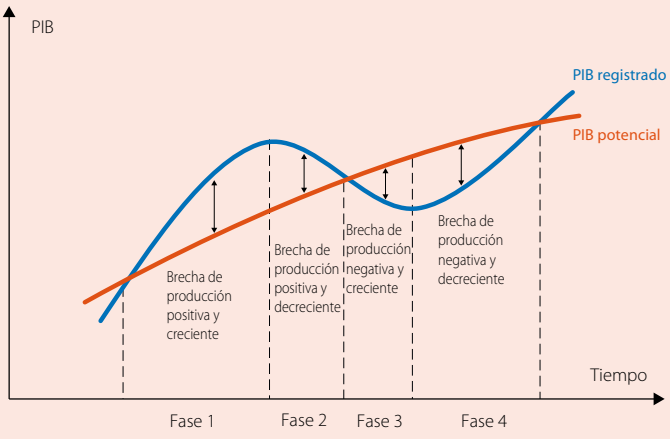
Una economía, como el agua de la ducha, no siempre está a la temperatura correcta. A veces, demasiado caliente, provoca presiones inflacionistas y otros desequilibrios como, por ejemplo, un elevado déficit exterior o burbujas en el precio de determinados activos. En otras ocasiones, excesivamente fría, empuja la tasa de desempleo por encima de lo que es habitual y la inflación cae por debajo del objetivo. No sucede a menudo que el nivel de actividad económica coincida con lo que puede producir una economía de forma sostenible, sin generar presiones que alejen la inflación de su objetivo ni otros desequilibrios, lo que se denomina el PIB potencial.

La definición del PIB potencial se puede concretar de distintas formas y estimar de distintas maneras (véase el artículo «¿Cómo se estima el PIB potencial?» de este Dossier). En su versión más simple y también más comúnmente utilizada, se define como el nivel de producción compatible con una inflación subyacente estable en torno a su nivel objetivo[1] [2]. Ello requiere, a su vez, que el grado de utilización de la capacidad productiva y, en particular, la tasa de desempleo estén a un nivel que no genere presiones sobre los precios y salarios, ya sea al alza o a la baja. Dicha tasa de desempleo es la denominada NAIRU (de las siglas en inglés de *non-accelerating inflation rate of unemployment*) o tasa de paro estructural.

En este sentido, el PIB potencial viene determinado por todo aquello que afecta a la capacidad productiva sostenible de la economía: la dotación de factores de producción (el tamaño de la fuerza laboral, el capital humano, el capital físico, incluyendo infraestructuras, etc.), la intensidad con la que estos pueden usarse sin provocar tensiones de precios (la NAIRU) y la productividad con la que pueden combinarse (lo que se denomina productividad total de los factores). En general, el PIB potencial de una economía mantiene una senda ascendente gracias a la acumulación gradual de factores de producción y a las innovaciones tecnológicas. En algunas circunstancias, sin embargo, el nivel del PIB potencial puede retroceder temporalmente como, por ejemplo, debido a un conflicto bélico o a un desastre natural. Durante una recesión profunda y prolongada, el PIB potencial también puede caer en la medida en que parte del *stock* de capital se vuelve inservible (por ejemplo, el excedente de grúas de construcción tras el estallido de una burbuja inmobiliaria) o algunos parados de larga duración abandonan la población activa permanentemente.

La política económica juega un papel fundamental en la determinación de la senda del PIB potencial a medio y largo plazo y, por lo tanto, de la capacidad de crecimiento de la economía a través de las denominadas políticas de oferta. La legislación laboral, las políticas activas y pasivas de empleo, los impuestos, el régimen de jubilación y la política educativa, por ejemplo, condicionan, junto con la demografía, la evolución de la fuerza laboral y de la NAIRU. La inversión pública y los incentivos o desincentivos al ahorro y la inversión privada afectan, por su parte, a la evolución del capital físico. Otros factores, como la apertura al comercio internacional, la flexibilidad del mercado laboral, el grado de libre competencia, el entorno regulatorio y la burocracia, el sistema judicial, etc. influyen en gran medida sobre la productividad total de los factores. La calidad institucional, en general, es clave tanto para la acumulación de los factores de producción como para la productividad de los mismos.

Las cuatro fases de un ciclo económico



Fuente: *Elaboración propia.*

En el diseño y la valoración de las políticas macroeconómicas, autoridades económicas y analistas recurren a un concepto relacionado con el PIB potencial: el *output gap* o brecha de producción definida como la diferencia entre el PIB registrado y el

(1) La inflación subyacente es la inflación general corregida de los efectos de perturbaciones por el lado de la oferta, como un *shock* a los precios del petróleo o de los alimentos, o de cambios impositivos.
(2) Un artículo reciente argumenta que identificar sostenibilidad con inflación estable es excesivamente restrictivo y que es importante tener en cuenta desequilibrios de tipo financiero (Borio, Claudio, Piti Disyatat y Mikael Juselius. 2013. «Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle», BIS Working Papers n.º 404).

potencial. Así, una brecha positiva indica que la economía está operando por encima de un nivel sostenible como resultado de un exceso de demanda. Un *gap* negativo quiere decir que existe un exceso de oferta o capacidad productiva no utilizada debido a una falta de demanda. De la misma forma que si el agua de la ducha está demasiado fría, se abre algo más el grifo de la caliente, cuando el *gap* es negativo, las autoridades desean estimular la actividad económica con instrumentos de política fiscal o monetaria. Las estimaciones del *gap*, que puede interpretarse como el componente cíclico del PIB, también se utilizan para identificar el componente cíclico de otras variables de interés, como el déficit público (véase el artículo «*Output gap*, GPS y otras guías falibles» de este Dossier).

Así pues, las políticas contracíclicas tratan de influir sobre la demanda agregada para retornar el PIB a su senda potencial o, lo que es lo mismo, cerrar el *output gap*. En este sentido, un ciclo económico se puede descomponer en cuatro fases a las que debe ajustarse el tono de las políticas macroeconómicas (véase gráfico anterior): una primera fase con un *gap* positivo, en la que el crecimiento se mantiene por encima de su tendencia y crecen las presiones inflacionistas y otros desequilibrios; una segunda fase en la que el crecimiento del PIB se sitúa por debajo de su tendencia o con un PIB que incluso cae, lo que cierra la brecha y reduce las presiones sobre la inflación; una tercera con un *output gap* negativo y crecimiento por debajo de su tendencia o con un PIB que continúa cayendo, lo que puede ocasionar una disminución de la inflación por debajo de su objetivo; y, por último, una fase con un *gap* todavía negativo pero con un crecimiento por encima de la tendencia a largo plazo, lo que tiende a cerrar dicho *gap*. La economía española se encuentra en estos momentos en la tercera fase descrita, la que requiere de un mayor apoyo a la demanda. Otra cosa es el margen que las autoridades económicas puedan tener para llevar a cabo dichas políticas (inexistente en la actualidad para España en el ámbito fiscal).

Las políticas de oferta —las reformas estructurales—, sin embargo, también pueden tener un efecto beneficioso incluso a corto plazo. Generando confianza pueden contribuir a una mejora de una demanda atenazada, en parte, por el pesimismo o la incertidumbre. Nada mejor para el corto plazo como aquello que conviene a medio y largo plazo.

Este artículo ha sido elaborado por Enric Fernández
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa"

¿Cómo se estima el PIB potencial?

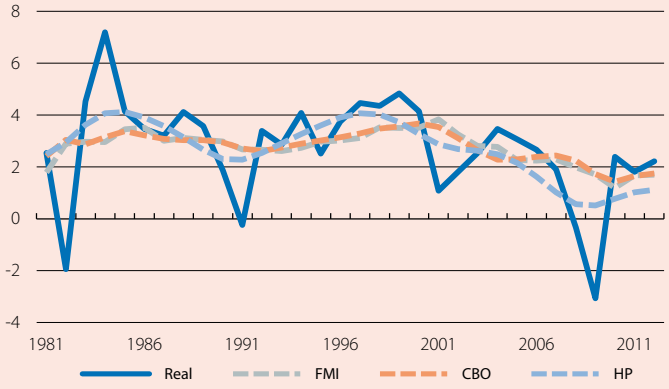
Tanto el PIB como el empleo de los países en el epicentro de la crisis han sufrido un impacto significativo, pero el daño podría ser mayor si ello hubiera lastrado su capacidad productiva o su senda de crecimiento a largo plazo —lo que, en la jerga económica, se conoce como PIB y crecimiento potenciales—. ¿Cómo saberlo? El PIB potencial es una variable teórica que no se observa[1], pero tiene usos prácticos, con lo cual, no queda otro remedio que estimarlo. Sin embargo, como en todas las estimaciones, hay margen de error y, también, de discrepancia, pues el resultado depende, en buena medida, de la metodología de partida.

Los economistas y analistas han trazado distintas estrategias para estimar el *output* potencial. Se pueden clasificar en tres grandes categorías: métodos que destilan la tendencia de la parte cíclica del PIB mediante técnicas estadísticas; métodos estructurales, basados en relaciones derivadas de la teoría económica; y métodos mixtos, que combinan procedimientos estadísticos para filtrar la tendencia con elementos de teoría económica. El uso de una u otra metodología está condicionado, en primera instancia, por la disponibilidad de datos. En particular, la mayoría de métodos estadísticos son poco exigentes en ese sentido, puesto que solo requieren datos del *output* para computar su potencial. Por el contrario, los métodos estructurales, al basarse en un modelo teórico que relaciona el *output* con otras variables, necesitan una gran cantidad de información, no siempre disponible. Por este motivo, por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) no define una metodología estándar para el cálculo del *output* potencial sino que se decanta por el uso de aquella que mejor se ajusta a la situación y disponibilidad de datos de cada país.

Entre los métodos estadísticos destaca el filtro de Hodrick-Prescott (HP), que extrae una tendencia que se ajuste de manera razonable a la evolución observada del *output* y que sea suave, es decir, que no cambie excesivamente de un año a otro. La imposición de dicha suavidad parte de la premisa de que la variabilidad de la producción potencial, en el corto plazo, no puede ser excesiva dado que, por un lado, la disponibilidad de los factores de producción básicos (trabajo y capital) es relativamente inercial y, por otro, la difusión de nuevas tecnologías es un proceso lento. La simplicidad del método y su poca exigencia en términos de datos (solo precisa de una serie de PIB suficientemente larga) son bazas a favor del filtro HP, pues puede aplicarse a la mayoría de países. Sin embargo, tal y como se construye, permite ajustar razonablemente bien la estimación del *output* potencial en los años intermedios de la muestra pero, en cambio, no en los extremos. Ello dificulta su utilidad para obtener estimaciones contemporáneas del *output* potencial. Otro inconveniente es la discrecionalidad que otorga al analista en términos del grado de «suavidad» que este impone a la tendencia estimada.

Estimaciones no siempre coincidentes pero muy correlacionadas

Crecimiento del PIB real y potencial de EE. UU. según distintos organismos (%)



Nota: *FMI: Fondo Monetario Internacional; CBO: Congressional Budget Office; HP: Hodrick-Prescott (metodología estadística). Estimaciones más recientes.*
Fuentes: *FMI, CBO, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.*

Ante dichas desventajas, y a pesar de que el filtro HP es el más comúnmente utilizado, los principales organismos internacionales optan, cuando es posible, por métodos estructurales[2]. Dichos métodos parten de versiones más o menos complejas de la función de producción para derivar una relación, con base teórica, entre la capacidad productiva de un país, por un lado, y los factores de producción y la tecnología, por el otro. En la práctica se estima, primero, el potencial de los factores de producción y de la tecnología, se incorporan a la función de producción elegida y se obtiene, en última instancia el PIB potencial estimado.

La multiplicidad de opciones, tanto en términos de función de producción como de estrategias posibles para estimar ese potencial de los factores de producción y de la tecnología, desemboca en una enorme disparidad en el resultado de la estimación. A modo de ejemplo, el gráfico anterior ilustra cómo las estimaciones del *output* potencial de EE. UU. que manejan el FMI y el CBO

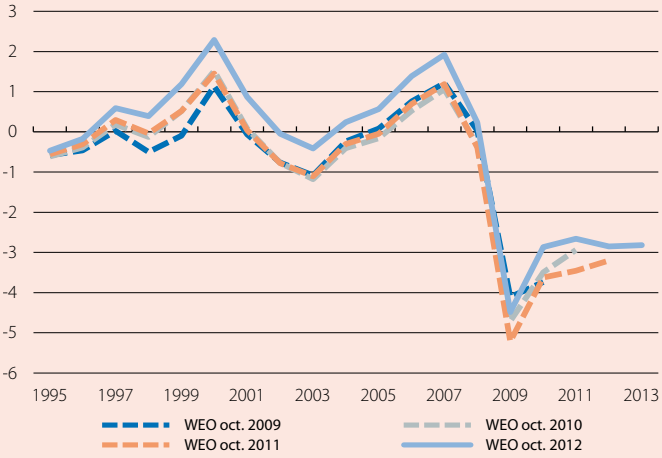
(1) Véase el artículo «PIB potencial y brecha de producción: ¿qué miden y de qué dependen?» del presente Dossier.
(2) El FMI y la OCDE usan estos métodos para estimar el PIB potencial de las principales economías avanzadas; también la Comisión Europea, para los países de la UE.

no coinciden a pesar de que ambas instituciones usan una metodología basada en la función de producción. El contraste es aún mayor cuando se comparan dichas series con la senda de *output* potencial que se obtiene a partir de un filtro HP. Asimismo, dichas estimaciones también varían en el tiempo, a medida que se incorporan nuevos datos a la estimación.

Además de una mayor variabilidad en el resultado de la estimación, la estimación previa del potencial del trabajo, capital y tecnología también añade una mayor complicación técnica. Así, por ejemplo, la estimación de la fuerza de trabajo o capital humano potencial depende de manera crucial de los supuestos de partida y de cómo se estime la evolución futura de la demografía, la tasa de participación en el mercado de trabajo (población activa), la legislación laboral o la política educativa, entre otros elementos.

A medida que se dispone de más datos, las estimaciones van cambiando

Output gap *de EE. UU. (% de PIB potencial)*



Fuentes: *FMI (distintos WEO) y elaboración propia.*

Asimismo, la estimación del valor potencial de los servicios del capital resulta especialmente compleja debido, fundamentalmente, a la dificultad que introduce en el cálculo de dicho valor la heterogénea composición del factor capital (desde fábricas a ordenadores o patentes). A modo de ejemplo: uno de los métodos habituales para el cálculo del servicio del capital es el inventario permanente, que estima el *stock* de capital presente a partir de los flujos de inversión pasada y de la tasa de depreciación. Pues bien, una de las dificultades relacionadas con esa heterogeneidad surge al calcular dicha depreciación: y es que parece lógico suponer que un ordenador se deprecia más rápidamente que un edificio, pero cuánto más es difícil de saber.

En lo relativo a la tecnología, la mayoría de organismos calculan su contribución como un residuo (lo que en la literatura académica se conoce como el residuo de Solow) —es decir, la parte del crecimiento económico que no puede ser explicada ni por la acumulación de capital físico ni por el cambio en el factor trabajo—. A partir de la serie histórica de tecnología estimada como dicho residuo, suelen derivar su potencial a través de métodos estadísticos como, por ejemplo, el filtro HP aplicado a la serie de productividad.

A pesar de su mayor exigencia en términos de datos, de la dificultad técnica y de la disparidad del resultado, la metodología estructural es ampliamente utilizada. Su atractivo principal radica en que el uso de la función de producción permite identificar bien y de manera sencilla cuáles son las fuentes de mejora o deterioro del crecimiento económico y, por lo tanto, permite derivar recomendaciones más fundadas.

A medio camino entre la sobresimplificación de las metodologías estadísticas y la elevada exigencia técnica y de datos de las estructurales, se ubican los métodos mixtos, que como su nombre indica, mezclan características de los otros dos enfoques[3]. Más concretamente, complementan los filtros estadísticos con relaciones derivadas de la teoría económica. Estos métodos, por construcción, aglutinan algunas de las ventajas y desventajas de las dos categorías anteriores. Por ejemplo, si bien la necesidad de datos es menor al tiempo que incorporan relaciones con base teórica, el peso que se le da a dicha información económica es, de nuevo, arbitrario y depende del criterio del analista.

En definitiva, el método perfecto no existe, con lo cual, sea cual sea el enfoque escogido, es esencial mantener una visión crítica y ser conscientes tanto de sus cualidades como de sus inconvenientes. No en vano, un error de cálculo, por pequeño que sea, puede tener repercusiones significativas[4].

Este artículo ha sido elaborado por Clàudia Canals
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

(3) También conocidos como semiestructurales o filtros multivariantes.
(4) Véase el artículo «*Output gap*, GPS y otras guías falibles» del presente Dossier.

Output gap, GPS y otras guías falibles

Se avecina tormenta. Un coche se atasca en el barro, al borde de un acantilado. Tras lamentar haber subido a la montaña, el propietario pide asistencia. Llega el técnico. Se sienta al volante y pisa el gas a fondo. Para. Duda y reduce el impulso a suaves toquecitos. El propietario se enerva: «Primero, casi me manda el auto al fondo del abismo. Ahora, con tan poco envite, nos pillará un rayo antes no desembarranquemos». El técnico, por su parte, también cavila: «¿Cuánto gas debo dar? ¡Si supiera cuán profundo es el hoyo!».

Vuelta a la realidad: equiparemos el coche a la economía; el embarrado, a la recesión; el precipicio, a la inflación; la tormenta, a una depresión económica; y el señor técnico, al gestor de política macroeconómica. Pues bien, a diferencia de nuestro mecánico, dichos gestores sí disponen de indicadores para medir la profundidad del ciclo económico y juzgar, a partir de dicha medición, qué rumbo y cuánto «gas» deben dar a sus políticas. La mayoría de las pautas se construyen a partir de tres conceptos básicos: el crecimiento potencial, el PIB potencial y la brecha de producción (*output gap*). Dicha brecha mide la distancia entre el nivel de PIB registrado, indicativo del tono actual de la demanda agregada, y el nivel de PIB potencial, indicativo de la capacidad productiva en un escenario de máximo empleo (véase el artículo «PIB potencial y brecha de producción: ¿qué miden y de qué dependen?» del presente Dossier). Cuanto más negativa sea esa brecha, mayor será el margen de maniobra para «dar gas» vía estímulos contracíclicos sin incurrir en riesgos inflacionistas.

Hay, empero, un inconveniente: el PIB potencial es una construcción teórica y, como tal, no es observable. Así pues, las métricas utilizadas en la práctica son estimaciones más o menos complejas de dicho valor teórico (véase el artículo «¿Cómo se estima el PIB potencial?» del presente Dossier). Siendo como son aproximaciones del baremo ideal, ofrecen, como mucho, una guía. ¿Cuál es el problema? Si la estimación utilizada es una mala aproximación de la variable teórica —por ejemplo, porque el modelo o el método de estimación son erróneos—, esa guía puede resultar peligrosamente engañosa. Tomada a rajatabla, podría llevar a decisiones completamente equivocadas, incluso con resultados contraproducentes. Recurriendo a otra analogía automovilística, sería como seguir las indicaciones de un GPS sin actualizar que pretende llevarnos a destino por una calle peatonal.

A modo ilustrativo, recordemos la experiencia de la Reserva Federal durante los años sesenta y setenta. A lo largo de dicho periodo, el comité de política monetaria mantuvo un escenario excesivamente optimista del potencial productivo de la economía norteamericana, que le habría llevado a infravalorar la tasa natural de desempleo (la que observaríamos cuando la brecha de producción fuera cero y la economía creciera a potencial). Ese juicio erróneo de la realidad, que implicaba una brecha de producción mayor de la real, condujo a decisiones equivocadas de política monetaria: el tipo de interés oficial se redujo en exceso, propiciando elevados niveles de inflación y menoscabando la credibilidad de la autoridad monetaria. Algunos estudios concluyen que, si se hubiera revisado periódicamente la estimación de la tasa natural de desempleo —es decir, si la Fed hubiera actualizado su GPS—, podría haberse evitado la gravosa estanflación de los setenta —un corolario para nada insustancial—[(1)].

Visto lo visto, hay quien teme que la Reserva Federal pueda estar tropezando hoy con la misma piedra. En diciembre, vinculó el mantenimiento de la extraordinaria laxitud actual a unos objetivos orientativos de inflación y empleo —inflación en el 2,0% y tasa de paro en el 6,5%— que presuponen un escenario macroeconómico en el que la tasa de desempleo a largo plazo ronda el 6% (en las últimas minutas de la Fed, la cifra-guía que manejan oscila entre el 5,2% y el 6,0%). Pero ¿qué pasaría si el potencial productivo fuera menor del estimado y la tasa natural de desempleo superior al 6,5%? Pues que la expansión monetaria de la Fed podría volver a prolongarse en exceso, pudiendo detonar presiones inflacionistas que podrían poner en jaque la preciada credibilidad de la autoridad monetaria.

De hecho, hay razones para creer que el PIB potencial de EE. UU. no solo habría menguado a raíz de la crisis, sino que habría iniciado su corrección ya antes de la Gran Recesión, acusando tendencias demográficas y económicas que evolucionan en detrimento del crecimiento a largo plazo[(2)]. Si bien, desde que empezó la crisis, la Fed ha revisado al alza su estimación de la tasa natural de desempleo, hay quien teme que dicha revisión podría ser insuficiente. El propio presidente de la Reserva Federal de Richmond, Jeffrey Lacker, ha discrepado de las últimas decisiones de política monetaria aludiendo, precisamente, a la posibilidad de que se esté sobreestimando el potencial productivo e infravalorando, con ello, los riesgos inflacionistas de la política actual.

(1) Véase Orphanides, Athanasios y John C. Williams. 2013. «Monetary Policy Mistakes and the Evolution of Inflation Expectations.» The Great Inflation, eds. Bordo y Orphanides. University of Chicago Press.
(2) Véase Gordon, Robert J. 2012. «Is U. S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds», NBER Working Papers n.º 18315.

España: corrección del déficit público y del déficit estructural

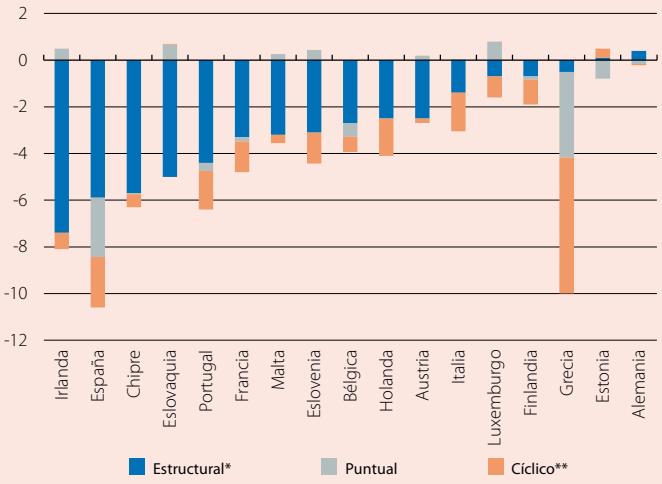
% del PIB

	2011	2012	Evolución 2011-2012
Saldo público total [1]	–9,5	–10,6	↓
Coste recapitalización bancaria [2]	–0,5	–3,6	
Saldo público excl. costes de la recapitalización bancaria [1]-[2]	–9,0	–7,0	↑
Efecto de otras medidas no recurrentes [3]	0,2	1,1	
Saldo público corregido de medidas no recurrentes [1]-[2]-[3]	–9,2	–8,1	↑
Componente cíclico	–1,9	–2,2	↓
Componente estructural	–7,3	–5,9	↑
Promemoria:			
Crecimiento del PIB	0,4	–1,4	↓
Output gap	–4,0	–4,5	↓

Fuentes: *Comisión Europea y elaboración propia.*

Saldos estructurales diversos en el seno de la eurozona

(% del PIB, 2012)



Notas: *(*) Déficit estructural estimado por la CE en su informe de perspectivas de invierno 2013. (**) Déficit cíclico calculado a partir de los datos de déficit definitivos publicados por Eurostat en abril de 2013 y de las elasticidades de las que parte la CE [5].*
Fuentes: *Comisión Europea y elaboración propia.*

La incertidumbre en torno al PIB potencial no solo dificulta el consenso en el ámbito de la política monetaria, sino también la gestión de la política fiscal. No en vano, el *output gap* se utiliza para estimar el impacto del ciclo económico sobre el saldo de las Administraciones públicas y depurar, con ello, su componente estructural —es decir, la parte del superávit o déficit público que persiste cuando se cierra la brecha de producción—. Ese componente estructural es el realmente relevante a la hora de valorar las necesidades de consolidación a medio plazo y determinar el esfuerzo fiscal que dicha consolidación exigirá —puesto que el saldo cíclico tenderá a desaparecer a medida que se cierre esa brecha—.

Su identificación, sin embargo, también está sujeta a errores de medición derivados, una vez más, de la incertidumbre en torno al PIB potencial y de posibles sesgos en la estimación de la sensibilidad del saldo público al ciclo económico. Así, por ejemplo, la Comisión Europea (CE), partiendo de una elasticidad del déficit respecto al ciclo de 0,48 y de un *output gap* del 4,5% del PIB potencial, sitúa el componente cíclico del déficit público español en 2012 en el 2,2% del PIB[3]. Descontando este 2,2% del PIB del total de déficit previamente corregido por el impacto de los ajustes puntuales (en torno al 8,1% del PIB)[4], se obtiene un déficit estructural del 5,9%. Si la estimación de la brecha o de la elasticidad estuviera sesgada, podría llevar a sobreestimar o infraestimar —en función del signo del sesgo— el déficit estructural, pudiendo derivar en prescripciones de ajuste desacertadas.

En ese sentido, la reciente reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha aumentado la importancia de medir correctamente los saldos estructurales: los objetivos fiscales pasan a incorporar exigencias de corrección del componente estructural del déficit, además de las relativas al saldo total. Esa corrección estructural requiere medidas presupuestarias permanentes y reformas que impulsen el crecimiento económico potencial; de más o menos calado, en función de la magnitud del desequilibrio.

En definitiva, las autoridades económicas se sirven de métricas no infalibles para marcar el rumbo y la intensidad de sus políticas contracíclicas. Dado que el error de medición no siempre resulta inocuo para la economía real, el manejo de esos indicadores exige cautela. Más allá de revisarse regularmente, deberían combinarse con otra guía mucho más básica pero infalible, la misma que nos lleva a evitar una vía peatonal por mucho que insista el navegador: el sentido común.

Este artículo ha sido elaborado por Marta Noguer
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

(3) Estimaciones correspondientes a su informe de perspectivas de febrero 2013.
(4) Diferencia entre el saldo público total, –10,6% del PIB, y la parte atribuida a efectos no recurrentes, –2,5% del PIB. Dichos efectos puntuales incluirían los –3,6 puntos de PIB de los costes de recapitalización bancaria pero también el efecto positivo de otras medidas consideradas no recurrentes, como por ejemplo, el ahorro en gasto de la supresión de la paga extra de los funcionarios o la recaudación de la amnistía fiscal.
(5) Véase Mourre, Gilles *et al.* 2013. «The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update». European Commission: European Economy-Economic Papers n.º 478.

España después de la recesión: ¿a qué ritmo puede crecer?

La capacidad de crecimiento de la economía española parece que se haya agotado. Desde que empezó la recesión, el PIB ha caído un 6,5%, el número de parados ha crecido en 4 millones de personas y todo apunta a que, en el corto plazo, estas cifras no harán más que aumentar. Cabe esperar, sin embargo, que a medida que los procesos de ajuste que se están llevando a cabo vayan avanzando, y el entorno europeo se vaya normalizando, la economía española podrá reemprender la marcha. Un escenario con muchos condicionantes y lleno de incógnitas de las que en el presente artículo abordamos una muy concreta: ¿a qué ritmo podrá hacerlo?

Hasta hace unos años, la primera pista para medir la capacidad de crecimiento de la economía española se obtenía mirando atrás. Desde 1985 hasta 2008, el ritmo de avance había sido superior al 2% de forma prácticamente ininterrumpida, solo en 1992 y 1993 registró tasas inferiores. De hecho, la tasa de crecimiento promedio se situaba en el 3% hasta antes de la actual recesión. El recorte en las diferencias de la renta per cápita de los ciudadanos españoles respecto a sus vecinos europeos es el efecto más palmario de tan largo periodo de prosperidad. Entre 1995 y 2008 la diferencia con la eurozona se redujo en 7 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 90% de la renta media.

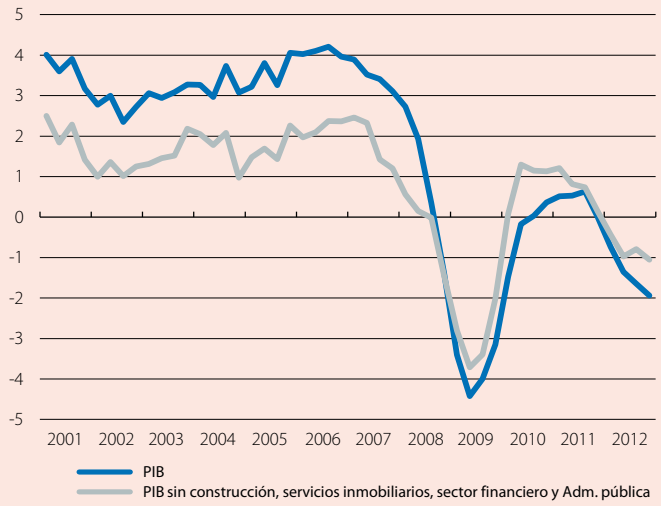
En este contexto, había pocas dudas de cuál era la tasa de crecimiento potencial de la economía española. Las conclusiones a las que se llegaba utilizando sofisticados modelos econométricos eran muy parecidas al simple crecimiento promedio de los últimos años. Ahora, este cálculo sencillo carece de sentido. En gran medida, el crecimiento de la economía española de los últimos años fue impulsado por cuatro sectores que difícilmente podrán volver a capitanear el avance. La tasa de crecimiento promedio del sector de la construcción fue, entre 2001 y 2007, del 5,0%. También los servicios inmobiliarios experimentaron una tasa de crecimiento notable, del 2,7% concretamente. Entre los dos sectores aportaron, en promedio, 0,8 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento anual de la economía.

También hay dudas de que el sector financiero pueda volver a crecer al ritmo que lo hizo en el pasado. Su tasa de crecimiento promedio fue del 9,7% entre 2001 y 2007, aportando 0,6 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en promedio. Finalmente, el sector público, con un nivel de deuda que cerró el 2012 en el 84% del PIB, tampoco podrá ejercer de motor. Aunque las cifras son algo más modestas (el valor añadido bruto de la Administración pública, la sanidad y la educación creció a un ritmo promedio del 3,6%), difícilmente se repetirán estos registros en el futuro.

Sin contar con la aportación de estos cuatro sectores, la tasa de crecimiento promedio de la economía española fue del 1,8% entre 2001 y 2007. Este simple cálculo permite obtener una idea de la capacidad de crecimiento del resto de sectores, que en principio deberían verse menos afectados. Aunque es cierto que se vieron favorecidos por la buena marcha de la economía, y esto ahora les afectará negativamente, también es cierto que no pudieron disponer de factores productivos copados por los sectores más dinámicos. Además, los cuatro sectores antes mencionados van a ir ganando tracción a medida que pase el tiempo y, por lo tanto, su contribución al crecimiento tampoco será nula.

El crecimiento se apoyaba en cuatro sectores clave

Variación interanual (%)

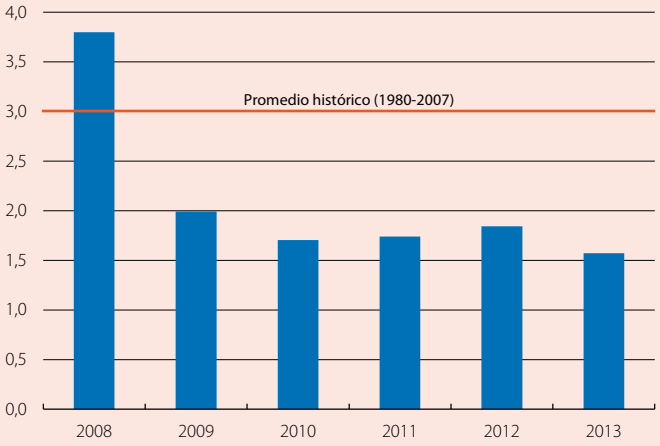


Fuente: *INE.*

De hecho, 1,8% es una cifra parecida a la que distintos organismos internacionales consideran que es la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía española. El Fondo Monetario Internacional (FMI), por ejemplo, desde 2008 publica regularmente una previsión de crecimiento a 6 años vista, un lapso de tiempo suficientemente amplio como para considerarlo una estimación de la capacidad de crecimiento a largo plazo. Como se puede observar en el gráfico siguiente, en 2008 el FMI preveía un crecimiento a largo plazo del 3,8%. Con el paso de los años, esta previsión se ha ido recortando hasta el 1,6% actual, menos de la mitad de la previsión inicial.

El FMI revisa a la baja la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía española

Previsiones a 6 años vista del crecimiento del PIB de España (%)



Fuente: *Fondo Monetario Internacional.*

Otra pista de la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía española la ofrecen las perspectivas de los factores de producción, capital y empleo, y de la productividad[1]. Según Hernández de Cos *et al.* (2011)[2], el crecimiento potencial se situará alrededor del 2,0%. Una tasa ligeramente superior a la estimada por el Gobierno, que la sitúa entre el 1,2% y el 1,5%. La gran diferencia entre ambas estimaciones está en la tasa de inversión a largo plazo que se asume. Mientras el Gobierno espera que esta se mantenga cerca de los niveles actuales, Hernández de Cos *et al.* (2011) prevé una cierta recuperación.

Por lo que al empleo se refiere, su aportación se reducirá de forma muy importante, y se quedará alrededor de los 0,5 puntos porcentuales. Ello es debido a que el aumento de la tasa de participación, que fue muy importante durante los años previos a la actual recesión, está llegando ya a su límite. Además, los flujos migratorios que se produjeron, y que permitieron que la población aumentara en 5,1 millones de personas entre 2001 y 2010, difícilmente se repetirán. En ambos casos, sin embargo, se asume que la tasa de paro estructural, que Hernández de Cos *et al.* (2011) sitúa alrededor del 15% en 2012, se reducirá muy lentamente (un 0,5% por año aproximadamente). Si se tomaran medidas para acelerar este proceso el efecto podría ser sustancial. Una reducción de la tasa de paro estructural de un punto porcentual aumenta el nivel del PIB potencial en unos 0,5 puntos porcentuales.

La productividad es otra asignatura pendiente. Si bien es cierto que la reducción del peso del sector de la construcción permitirá que, en conjunto, los recursos se destinen a fines más productivos, en las condiciones actuales ello no parece que vaya a ser suficiente como para relanzar la economía. De todas formas, los avances que se han producido en los últimos años han sido más que notables y ofrecen algo de esperanza. Esto ya se está traduciendo en importantes mejoras de las exportaciones españolas, que en los últimos 3 años han mantenido un ritmo de crecimiento anual promedio del 7,3% y ya representan el 33% del PIB. Que se pueda mantener este ritmo de crecimiento del sector exterior depende, en gran medida, de si se siguen produciendo mejoras en la productividad.

La capacidad de crecimiento de la economía española no se ha agotado, pero todo apunta a que es sustancialmente inferior a la que se pensaba que era hace unos años. Según distintas estimaciones esta se sitúa entre el 1,2% y el 2,0%. Naturalmente, esta es inferior al crecimiento registrado entre 2000 y 2007, del 3,6%, que es cuando se gestaron los grandes desequilibrios que padece hoy en día la economía española. Sin embargo, es importante no caer en el pesimismo y cometer, a la inversa, los errores del pasado cuando se sobreestimó la capacidad de crecimiento. Además, es preciso tener en cuenta que si se implementan reformas estructurales que mejoren la productividad y reduzcan el paro estructural el efecto puede ser notable. En este escenario no se podría descartar que el crecimiento potencial se sitúe no muy lejos del 2,5% que exhibió, en promedio, desde 1978 hasta 1999. Las reformas pendientes han sido ampliamente analizadas en los últimos años, solo hay que llevarlas a cabo; cuanto antes, mejor.

Este artículo ha sido elaborado por Oriol Aspachs
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

(1) Para una explicación detallada de este método de estimación del crecimiento potencial léase el artículo «¿Cómo se estima el PIB potencial?» en el presente Dossier.
(2) Hernández de Cos, Pablo, Mario Izquierdo y Alberto Urtasun. 2011. «Una estimación del crecimiento potencial de la economía española». Banco de España, Documentos Ocasionales n.º 1104.

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO, "la Caixa"

PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: **www.lacaixaresearch.com**
Correo electrónico: **publicacionesestudios@lacaixa.es**

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas
Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español
Inmaculada Martínez, 09/2012

El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española
Pere Miret, 08/2012

***Risk on-Risk off:* las correlaciones en tiempos de crisis**
Eduardo Pedreira, 07/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?
Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados
Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?
Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?
Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos?
Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts
Oriol Aspachs-Bracons y Joan Daniel Pina, 01/2012

¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos?
Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
Àlex Ruiz

Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario
Jordi Gual

Perspectivas de desapalancamiento en España
Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?
Pere Miret

La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó
Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión
Joan Elias

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry
Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España
José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

Europa, como América. Los desafíos de construir una federación continental
Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Pol Antras
  Harvard University
- Philippe Bachetta
  Université de Lausanne
- Ramon Caminal
  Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells
  Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- María Paz Espinosa
  Universidad del País Vasco
- Josefina Gómez Mendoza
  Universidad Autónoma de Madrid
- Massimo Motta
  Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart
  IESE Business School
- Xavier Sala-Martín
  Columbia University
- Jaume Ventura
  CREI - Universitat Pompeu Fabra

GRUPO "LA CAIXA": DATOS MÁS RELEVANTES
a 31 de diciembre de 2012

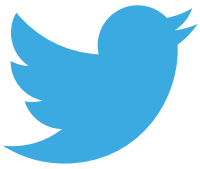
Actividad financiera	MILLONES €
Recursos totales de clientes	294.739
Créditos sobre clientes	221.501
Resultado atribuido al Grupo	135

Personal, oficinas y medios de pago	
Empleados	34.128
Oficinas	6.342
Terminales de autoservicio	9.696
Tarjetas (millones)	12,5

Obra Social: presupuesto por actividades para 2013	MILLONES €
Sociales	334
Ciencia y medio ambiente	67
Culturales	64
Educativas e investigación	35
TOTAL PRESUPUESTO	**500**

Publicaciones

Todas las publicaciones del Área de Estudios y Análisis Económico "la Caixa" están disponibles en Internet: www.lacaixaresearch.com
Correo electrónico: publicacionesestudios@lacaixa.es



"la Caixa" Research en Twitter

@laCaixaResearch

Conéctate a nuestra página y síguenos en Twitter. Te informaremos puntualmente de las últimas publicaciones de nuestra Área de Estudios y Análisis Económico, así como de otras novedades e innovaciones.

Nuestro objetivo es la creación y difusión de conocimiento en los ámbitos económico y social para contribuir al desarrollo de la sociedad española y europea.

El *Informe Mensual* tiene solo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se hace responsable del uso que del mismo pueda hacerse. El *Informe Mensual* se basa en información de fuentes que se consideran fiables, pero "la Caixa" no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de los errores u omisiones que contenga. Las opiniones y previsiones son propias del Área de Estudios y Análisis Económico y están sujetas a cambios sin notificación previa.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – "la Caixa", 2013

Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

Diseño y producción: www.cege.es
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C015618